

**T.C.  
MANİSA CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSADİ GELİŞME VE ULUSLARARASI İKTİSAT PROGRAMI**

**KÜRESEL KRİZ SONRASI GELENEKSEL OLMAYAN  
PARA POLİTİKALARININ ENFLASYON VE DÖVİZ KURU  
ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**Alper NUREL**

**Danışman**

**Dr. Öğr. Üyesi Neslihan YALÇINKAYA**

**MANİSA-2020**

**T.C.  
MANİSA CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSADİ GELİŞME VE ULUSLARARASI İKTİSAT PROGRAMI**

**KÜRESEL KRİZ SONRASI GELENEKSEL OLMAYAN  
PARA POLİTİKALARININ ENFLASYON VE DÖVİZ KURU  
ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**Alper NUREL**

**Danışman**

**Dr. Öğr. Üyesi Neslihan YALÇINKAYA**

**MANİSA-2020**

**TEZ ONAY**



## YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum Küresel Kriz Sonrası Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Enflasyon ve Döviz Kuru Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

09/07/2020

Alper NUREL

## ÖZET

### **KÜRESEL KRİZ SONRASI GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ ENFLASYON VE DÖVİZ KURU ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Bu araştırmanın amacı küresel kriz sonrası geleneksel olmayan para politikalarının enflasyon ve döviz kuru üzerine etkisinin Türkiye örneğinde incelenmesidir. Araştırmada ekonometrik model kapsamında değişkenler TCMB veri tabanından elde edilmiştir. Veriler 2008-2018 dönemini kapsamaktadır. Bu dönemin alınmasının nedeni 2008 kriz dönemine yönelik tespitin yapılmasıdır. Granger nedensellik testi sonucunda faizin döviz kuru ve enflasyon üzerinde etkili olmadığı tespit edilmiştir. Bu durum ülkedeki para politikalarının döviz kuru ve enflasyon üzerinde doğrudan etkili olmadığını göstermektedir. Araştırmada sonuç olarak değişkenler düzey değerlerinde durağan olmadıkları için regresyon modeli uygun bulunmamıştır. Farklı düzeylerde durağanlık söz konusu olduğu için Granger nedensellik testi yapılmıştır. Ancak test sonuçlarına göre faiz oranlarının döviz kuru ve enflasyon üzerinde etkili olmadığı tespit edilmiştir. Türkiye’de uygulanan 2008 sonrası para politikaları doğrudan döviz kuru veya enflasyon oranı üzerinde etkili değildir. Türkiye’nin üretimde ve petrolde dışa bağımlı olması, para politikalarının döviz kuru ve enflasyon üzerinde etkili olmamasında bir neden olarak ifade edilebilir.

Anahtar Kelimeler: Küresel Kriz, Geleneksel Olmayan Para Politikaları, Enflasyon, Döviz Kuru.

## **ABSTRACT**

### **GLOBAL CRISIS AFTER INFLATION AND EXCHANGE RATE ON THE IMPACT OF NON-CONVENTIONAL MONETARY POLICY: THE CASE OF TURKEY**

The aim of this research the effect of non-traditional post-crisis monetary policy on inflation and the exchange rate is to examine the example of Turkey. In the research, variables were obtained from the CBRT database within the scope of the econometric model. The data cover the period 2008-2018. The reason for this period to be taken is to determine the 2008 crisis period. As a result of the Granger causality test, it has been determined that the interest rate does not affect the exchange rate and inflation. This shows that monetary policies in the country do not have a direct effect on exchange rate and inflation. As a result, regression model was not found suitable because the variables were not stationary in their level values. Granger causality test has been carried out because of stagnation at different levels. However, according to test results, it has been determined that interest rates have an effect on exchange rate and inflation. monetary policy implemented in Turkey after 2008 are not directly impact on the exchange rate or inflation rate. Turkey's production and is dependent on foreign oil, exchange rates and monetary policy can be expressed as a cause lack effective on inflation.

Keywords: Global Crisis, Unconventional Monetary Policies, Inflation, Exchange Rate.

## TEŞEKKÜR

Çalışmamın her aşamasında bana destek olan, bilgi ve deneyimleri ile yol gösteren, kendisini tanımaktan şeref duyduğum danışman hocam Sayın Dr.Öğr.Üyesi Neslihan YALÇINKAYA'ya, lisans eğitimimden itibaren desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen, iktisatçı kimliğinin yanı sıra bizlere karşılaştığımız zorluklar karşısında aklımızı ve irademizi nasıl kullanabileceğimiz hakkında yol gösterici olan saygıdeğer hocam Sayın Prof. Dr. Bünyamin Duran'a, bilgi ve tecrübesi ile lisansüstü öğrenim hayatımın tüm zorlu aşamalarında maddi manevi her yönden yardımcı olan, tecrübeleri ile beni aydınlatan ve desteğini üzerimden hiç eksik etmeyen, kendisini tanımaktan büyük onur duyduğum sevgili hocam Sayın Doç.Dr.Mustafa Hakan YALÇINKAYA ve Dr.Öğr.Üyesi İsmail METİN'e, yüksek lisans eğitimim sırasında manevi desteğini bir an olsun esirgemeyen, akademik yolculuğumda her daim yol gösterici olan sevgili hocam Sayın Dr.Öğr.Üyesi Pelin MASTAR ÖZCAN ve Dr.Öğr.Üyesi Umut TEPEKULE'ye, çalışmalarım sırasında manevi desteğini her zaman hissettiğim değerli yol arkadaşlarım Öğr.Gör.Müge İÇELLİ, Sinem HAFIZOĞLU, Müge ŞİMŞİT ve Burcu COŞMUŞ'a, öğrenim hayatım boyunca beni maddi ve manevi olarak destekleyen ve hep yanımda olan ailem Mahmut Şevket NUREL ve Emine NUREL'e yürekten teşekkür ederim.

## İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ .....	iii
ÖZET .....	iv
ABSTRACT .....	v
İÇİNDEKİLER.....	vii
KISALTMALAR .....	x
TABLOLAR LİSTESİ .....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ .....	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	2
PARA POLİTİKASI, AMAÇLARI VE ARAÇLARI .....	2
1.1. Para Politikası.....	2
1.2. Para Politikasının Amaçları.....	3
1.2.1. Fiyat İstikrarı .....	3
1.2.2. Finansal İstikrar .....	4
1.2.3. Diğer Amaçlar .....	5
1.3. Geleneksel Para Politikası Araçları.....	7
1.3.1. Dolaysız (Özel) Para Politikası Araçları .....	8
1.3.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri .....	8
1.3.1.2. Farklılaştırılan Reeskont Kotaları .....	10
1.3.1.3. Finansal Araçların Portföylerinin Tekrar Düzenlenmesi .....	10
1.3.1.4. Tüketici Kredilerinin Kontrolü.....	10
1.3.1.5. Kredi Tavanı Kontrolleri.....	11
1.3.1.6. Disponibilite Uygulaması.....	12
1.3.1.7. Özel Mevduatlar .....	12
1.3.1.8. Merkez Bankasının Moral Takviyesi .....	12



1.3.1.9. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü .....	13
1.3.2. Dolaylı (Genel) Para Politikası Araçları .....	14
1.3.2.1. Açık Piyasa İşlemleri .....	14
1.3.2.1.1. Ters Repo İşlemleri .....	14
1.3.2.1.2. Doğrudan Satım İşlemleri .....	15
1.3.2.1.3. Doğrudan Alım İşlemleri .....	15
1.3.2.1.4. Depo (Mevduat) Alım ve Satımı .....	15
1.3.2.1.5. Merkez Bankası Likidite Senetleri İhraçları .....	16
1.3.2.1.6. Repo İşlemleri .....	16
1.3.2.2. Döviz- Efektif İşlemleri .....	16
1.3.2.3. Reeskont Penceresi İşlemleri .....	17
1.3.2.4. Zorunlu Karşılık Oranları .....	18
1.4. Geleneksel Olmayan Para Politikaları .....	18
1.4.1. Miktarsal Genişleme .....	21
1.4.2. Kredi Genişlemesi .....	23
1.4.3. Faiz Koridoru .....	26
1.4.4. Zorunlu Karşılık Uygulaması .....	27
1.4.5. Teminat Çeşitlendirmesi .....	28
1.4.6. Faiz Taahhüdü .....	31
İKİNCİ BÖLÜM .....	33
KRİZ VE KRİZ DÖNEMLERİNDE DÜNYADA GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI .....	33
2.1. Kriz Kavramı .....	34
2.2. Kriz ve Küreselleşme .....	35
2.2.1. Küresel Krizin Sebepleri .....	36
2.1.2. Kriz Süreci .....	39
2.1.3. Krizin Sonuçları .....	40

2.3. Dünyada Geleneksel Olmayan Para Politikalarına Genel Bakış.....	47
2.4. Dünyada Para Politikaları Kapsamında Büyüme .....	51
2.5. Dünyada Para Politikaları Kapsamında İşsizlik .....	52
2.6. Dünyada Para Politikaları Kapsamında Enflasyon .....	53
2.7. 2008 Krizinde Türkiye ve Son Dönemde Uygulanan Para Politikaları .....	54
2.7.1. 2008 Küresel Krizinin Türkiye Üzerindeki Etkileri.....	54
2.7.2. Türkiye’de Son Dönem Para Politikası Tartışmaları .....	57
2.7.2.1. Faiz Koridoru .....	58
2.7.2.2. Zorunlu Karşılıklar .....	59
2.7.2.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM).....	61
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	68
KÜRESEL KRİZ SONRASI GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ ENFLASYON VE DÖVİZ KURU ÜZERİNE ETKİSİ .....	68
3.1. İlgili Araştırmalar .....	68
3.2. Hipotezler .....	77
3.3. Veri Seti.....	78
3.4. Metodoloji .....	80
3.4.1. Birim Kök Testi.....	80
3.4.2. Granger Nedensellik Testi.....	81
3.5. Bulgular .....	81
3.5.1. Birim Kök Test Sonuçları .....	81
3.5.2. Granger Nedensellik Testi.....	83
SONUÇ .....	84
KAYNAKÇA .....	87

## KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AMB	Avrupa Merkez Bankası
APİ	Açık piyasa işlemleri
BoJ	Japonya Merkez Bankası
Fed	Federal Reserve
GSYH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
PY	Piyasa Yapıcı
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	Türk Lirası

## TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1. Çeşitli Ülkelere Göre Büyüme Oranları (GSYİH) .....	43
Tablo 2. Çeşitli Ülkelere Göre İşsizlik Oranları (%) .....	44
Tablo 3. Ülkelerin 2008 Küresel Krizi Sonrasında Kullandıkları Geleneksel ve Geleneksel Olmayan Politika Sayısı .....	48
Tablo 4. Farklı Ülkelerin Kullandıkları Geleneksel Olmayan Para Politikaları .....	49
Tablo 5. Birim Kök Testi Sonuçları .....	82
Tablo 6. Granger Nedensellik Testi Sonuçları .....	83



## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. TCMB Açık Piyasa İşlemleri (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL) ...	9
Şekil 2. Kısa Vadeli Faizler (%) .....	9
Şekil 3. Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler (4 Haftalık Hareketli Ortalama, %) .....	11
Şekil 4. Tahvil Getirileri (%) ve Enflasyon Telafisi (5 Günlük Hareketli Ortalama, %).....	13
Şekil 5. Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (%).....	17
Şekil 6. Parasal Aktarım Mekanizması .....	24
Şekil 7. Türüne Göre Teminat Türleri.....	30
Şekil 8. Türkiye'nin Yıllara Göre Büyüme Oranları (GSYİH).....	45
Şekil 9. Yıllara Göre Türkiye'nin İşsizlik Oranları .....	46
Şekil 10. Türkiye'nin Yıllara Göre İhracat ve İthalat Değerleri .....	47
Şekil 11. Japonya, ABD ve AB'nin Yıllara Göre Büyüme Oranları .....	52
Şekil 12. Japonya, ABD ve AB'nin Yıllara Göre İşsizlik Oranları .....	53
Şekil 13. Japonya, ABD ve AB'nin Yıllara Göre Enflasyon Oranları.....	54
Şekil 14. YP ZK ve ROM'un Brüt Rezerv Katkısı.....	63
Şekil 15. Bankaların Rezerv Opsiyon Dilimi Kullanma Oranları (12 Ekim itibariyle) .....	65
Şekil 16. Değişkenlere Ait Grafikler.....	79

## GİRİŞ

Serbest piyasa ekonomisinin geçerli olduğu ülkelerde para politikası kullanılabilir. Özellikle günümüzde finansın ve bankacılığın gelişim kaydetmesi ile birlikte para politikası kendine daha etkin bir alan bulmaya başlamıştır. Bununla birlikte merkez bankaları para politikasını yönetebilmek adına doğrudan para politikası araçları ile birlikte dolaylı para politikası araçlarından da yararlanmaktadır. Bunun dışında merkez bankaları bazı etken faktörleri etkileyerek ve onları denetim altında tutarak da enflasyonu denetim altında tutabilmektedirler. Merkez bankaları para politikasından yararlanarak tam istihdam, fiyat istikrarı ve ödemeler bilançosu açıklarının kapatılmasına yönelik hedeflerine ulaşmaya çalışmaktadır. Bu sayede Merkez bankalarının belirleyecekleri para politikası kararları kapsamında paranın maliyetinin ne olacağını öngörmeleri gerekli olmaktadır. Burada ise devreye para politikası stratejileri, parasal aktarım mekanizması ve para politikası araçları devreye girmektedir. Merkez bankalarının faaliyete geçmesinden günümüze kadar olan süreç içerisinde devletlerin içinde buldukları ekonomik şartlar ile dünyanın genel anlamda bulunduğu ekonomik şartlara bağlı olarak merkez bankalarının hedeflerinde ve sorumluluklarından pek çok değişiklik yaşanmıştır. Ancak bu süreç içerisinde temel hedefler arasında olan fiyat istikrarı ve finansal istikrar kendini hep korumuştur.

Bu araştırmanın amacı küresel kriz sonrası geleneksel olmayan para politikalarının enflasyon ve döviz kuru üzerine etkisinin Türkiye örneğinde incelenmesidir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### PARA POLİTİKASI, AMAÇLARI VE ARAÇLARI

#### 1.1. Para Politikası

Para politikası, istihdam artışı, ekonomik büyüme ve fiyat istikrarı gibi hedefleri yerine getirebilmek için paranın maliyeti ile elde edilebilirliğini etkilemek amacıyla kararlar alınması ve bu kararların Merkez Bankaları tarafından uygulanması kapsamında kullanılması için yararlanılan politikaları ifade etmektedir. Para politikası temelinde, yatırım ve tüketim harcamalarının faiz oranlarında değişiklik yaparak düzenlenmesi ve faiz oranlarında yapılan değişikliklerle birlikte para arzında değişimlerin sağlanmasıdır. Bu sayede piyasadaki para miktarı düştüğünde faiz düzeyi artmaktayken para miktarı yükseldiğinde faiz oranı düşmektedir. Bu sebepten dolayı, daraltıcı para politikası pahalı para politikası olarak genişletici para politikası ise ucuz para politikası olarak ifade edilmektedir (Gürsoy, 2013: 13-14).

Para politikasının alınması ve uygulanması aşamasında tek yetkili kurumun Merkez Bankası olduğu gözlemlenmektedir. Burada Merkez bankalarının temel fonksiyonu para yatırımlarının kontrol edilmesidir. Serbest piyasa ekonomisinin geçerli olduğu ülkelerde para politikası kullanılabilir. Özellikle günümüzde finansın ve bankacılığın gelişim kaydetmesi ile birlikte para politikası kendine daha etkin bir alan bulmaya başlamıştır. Bununla birlikte merkez bankaları para politikasını yönetebilmek adına doğrudan para politikası araçları ile birlikte dolaylı para politikası araçlarından da yararlanmaktadır. Bunun dışında merkez bankaları bazı etken faktörleri etkileyerek ve onları denetim altında tutarak da enflasyonu denetim altında tutabilmektedirler. Bu faktörler ise merkez bankası bilanço büyüklüğü, kurlar ve para arzıdır (Öner, 2015: 6).

Merkez bankaları para politikasından yararlanarak tam istihdam, fiyat istikrarı ve ödemeler bilançosu açıklarının kapatılmasına yönelik hedeflerine ulaşmaya çalışmaktadır. Bu sayede Merkez bankalarının belirleyecekleri para politikası kararları kapsamında paranın maliyetinin ne olacağı öngörmeleri gerekli olmaktadır. Burada ise devreye para politikası stratejileri, parasal aktarım mekanizması ve para politikası araçları devreye girmektedir (Gürsoy, 2013: 15-16).

## 1.2. Para Politikasının Amaçları

Merkez bankalarının faaliyete geçmesinden günümüze kadar olan süreç içerisinde devletlerin içinde buldukları ekonomik şartlar ile dünyanın genel anlamda bulunduğu ekonomik şartlara bağlı olarak merkez bankalarının hedeflerinde ve sorumluluklarında pek çok değişiklik yaşanmıştır. Ancak bu süreç içerisinde temel hedefler arasında olan fiyat istikrarı ve finansal istikrar kendini hep korumuştur (Erol vd., 2015: 23).

### 1.2.1. Fiyat İstikrarı

Merkez bankasının fiyat istikrarı para politikasının hedefi, uzun vadede asli hedeflere erişmek için iktisadi birimlerin karar alma süreçlerinde etkili olmayacak seviyede istikrarlı ve düşük bir enflasyon oranı sağlamasıdır. Dengeli, devam ettirilebilir ve güçlü bir istihdam ve büyüme artışı adına merkez bankasının yapabileceği en önemli adım fiyat istikrarını temin etmek ve bu istikrarı korunmasını sağlamaktır (TCMB, 2009). Enflasyonunun kesin bir oranı bulunmamaktadır. Bu bağlamda gelişmiş ülkelerde %1 ile %3 arasında gelişmekte olan ülkelerde ise %5 enflasyon oranı normal olarak kabul edilmektedir. Burada fiyat istikrarı yalnızca düşük enflasyon oranına ulaşmayı hedeflememekte aynı zamanda bunu sürdürmeyi hedeflemektedir.

Merkez bankasının temel hedefi olan fiyat istikrarının temin edebilmek için alacağı kararları ilerleyen dönemdeki enflasyon oranlarına bakarak almayı tercih etmektedir (TCMB, 2003: 7). Merkez bankasının fiyat istikrarının sağlayamaması halinde toplumda sosyal ve iktisadi istikrarsızlıklar ve belirsizlikler ortaya çıkmaktadır. Söz konusu negatiflikleri ortadan kaldırabilmek veya azaltabilmek için sosyal ve iktisadi maliyetlerin ortadan kaldırılması veya en düşük seviyeye düşürülmesi gerekmektedir. Bunun sağlanabilmesi açısından ise fiyat istikrarının sağlanması yani enflasyon oranının makul bir düzeye getirilmesi gerekmektedir (Bozkurt, 2010: 168).

Bir ülkede fiyat istikrarı sağlanamazsa karşı karşıya kalınabilecek problemlerin şu şekilde sıralanması mümkündür (Serdengeçti, 2002: 3-5):

- Bir ülke sınırlarında enflasyonun yüksek olması sebebiyle kaynaklar genel olarak kısa vadeli yatırımlara yönelmekte ve bu durum



potansiyelden daha az üretim yapılmasına sebep vermektedir. Bununla birlikte yüksek enflasyon işgücü piyasasının da etkisini azaltmaktadır.

- Enflasyonist şartlarda, iktisadi yapıdaki karar alımında görev yapan birimler yatırım ve tüketim kararları alınırken fiyat düzeylerinde ortaya çıkan değişimlerle ilgili kolay tahminlerde bulunamazlar. Buna bağlı olarak ise karar alabilmek açısından gerekli ve yeterli bilgiye sahip olamazlar.
- Bir iktisadi yapıda yüksek enflasyonun görülmesi halinde o iktisadi yapının dış piyasalardaki rekabet gücü azalarak ülkenin dış sermaye piyasalarına erişimi zorlaşmaktadır.
- İktisadi yapıda ortaya çıkan belirsizlikler neticesinde yatırımlar düşmekte, istihdam azalmakta, faizler yükselmekte ve buna bağlı finansal sektörlerde olması gerekenden fazla büyüme ortaya çıkmaktadır. Sermaye, genel olarak kısa vadeli enstrümanlara yönelmekte ve iktisadi yapı hassas ve kırılğan hale gelir.
- Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde faizlerin yüksek olması, üreticilerin kredi taleplerinin azalmasına neden olurken, uzun dönemde tüketicilerin uzun vadeli kredi temin etmelerini de engellemektedir.
- Enflasyon kredi hacmi ile finansal aracılık sisteminin verimliliğinin azalmasına neden olmaktadır.

Neticede, serbest piyasanın devamlılığını sağlayabilmek maksadıyla enflasyonun istikrara zarar veren etkilerinden korunmak gerekli olmaktadır. Merkez bankasının fiyat istikrarını sağlayabilmesi açısından para politikaları ile maliyet politikaları arasında bir düzgün bir etkileşim kurmak gerekmektedir. Bu düzgün etkileşimle birlikte maliye ve para politikaları aynı amaç kapsamında kullanılmaya başlayacaktır (Orhan vd., 2013: 67).

### **1.2.2. Finansal İstikrar**

Finansal istikrar kuvvetli ve sağlam mali kurumlar ile istikrarlı piyasalar şeklinde ele alınmaktadır. Finansal sistemin temel öğeleri kurumlar, kamu ve özel sektörler ve iktisadi alt yapıdır. Söz konusu etkileşim kapsamında genel istikrar ile etkin işbirliği sağlanabilecektir. Fiyat istikrarı ile finansal istikrarın beraber yürütülmesi gerekmektedir. Finansal istikrar, istikrarın olmaması durumunda açığa

çıkabilecek krizlere engel olunmasına destek vermektedir. Finansal istikrarla birlikte mali istikrar ve fiyat istikrarının bulunması gerekmektedir. Finansal istikrarın en önem arz eden niteliği, geleceği ilgilendiren zaman boyutu ile insan etmenini içermesidir. Söz konusu ögeler bireylerin taahhütlerini yapacakları ve borçlarını zamanında ödeyecekleri ile ilgilidir. Buna bağlı olarak ise finansal sektörler bazı belirsizliklere sahiptir. Söz konusu belirsizlikleri ortadan kaldırmak maksadıyla ise Basel II ile birlikte bazı açılımlar sunulmuştur (Özince, 2005: 18-19).

### **1.2.3. Diğer Amaçlar**

Para politikasının fiyat istikrarı ile finansal istikrardan farklı amaçları da tam istihdam, iktisadi yapıdaki var olan tüm üretim kaynaklarının hepsinin üretimde kullanılması veya özel anlamda sadece emek faktörünün hepsinin üretimde kullanılmasıdır. Para politikasının tam istihdamı sağlama hedefi iktisadi yapıdaki tüm işgücünün arz edilmesinden çok, işgücü talebi ile emek piyasasına sunulan işgücü arzını eşitleyebilmektir. Yapısal açıdan tam istihdam iki nedene bağlı olarak bir hedef haline gelmektedir. Bunlar (Ceylan, 2010: 32):

- İşsizlik, yoksulluk düzeyinin yükselmesine, kurumların bazı sıkıntılarla karşı karşıya kalmasına, çalışmakta olan çalışanların ruhsal sorunlar yaşamalarına ve yükselen suç oranlarına sebep olabileceğinden,
- İktisadi yapıda yalnızca işsizler ya da işten çıkarılma riskinde olan çalışanlar açısından sorun olduğu için değil, bununla birlikte yatırımların düşmesi ve üretime dahil edilmesi gereken kaynakların tam olarak kullanılmaması sebebiyle bir daralma ile karşı karşıya kalınacağından dolayı önemli bir hedef haline gelmektedir.

Bir iktisadi yapıda tam istihdam düzeyine ulaşılsa bile belli bir miktar doğal işsizlik söz konusu olmaktadır. Söz konusu işsizliğin sebeplerinden biri yapısal işsizlikken bir diğeri ise friksiyonel işsizliktir. Yapısal işsizlik temelde ekonominin üretim ve talep yapısı kapsamında ortaya çıkmakta ve mevcut işler ile işsizlerin özellikleri birbirleri ile uyuşmamaktadır. Friksiyonel işsizlik ise, işgücüne yeni dahil olup farklı sebeplerle işi bırakıp yeni iş aranması kapsamında işsiz kalınması nedeniyle oluşan işsizliği ifade etmektedir. Ekonomik yapı kapsamında yapısal işsizlik ile friksiyonel işsizlik sürekli olduğu için bu iki tür işsizliğin toplamı doğal işsizliği meydana getirmektedir. Doğal işsizliğin değerlendirilmesi güç olması sebebiyle doğal

işsizlik genel olarak minimum işsizlik olarak değerlendirilmektedir. Gelişmiş ülkeler için doğal işsizliğin %3 gelişmekte olan ülkeler için ise %5 dolaylarında olmasının normal olduğu düşünülmektedir.

Para politikasının bir diğer hedefi ise iktisadi büyümedir. İktisadi büyüme, ekonomide belli bir dönem kapsamında ortaya çıkan yükselişe bağlı olarak hizmet ve mal üretiminin artmasını ifade etmektedir. Özellikle II. Dünya Savaşı sonrasında ekonomik büyümenin önemli hale geldiği gözlemlenmektedir. Bu savaş öncesinde büyüme konjunktürden ayrı olarak ele alınmamakta ve kısa vadeli iktisadi dalgalanmaların azaltılması için kullanılmaktadır. Ancak savaş sonrası uzun vadeli iktisadi gelişme sorunu olarak iktisat politikasının hedeflerinden biri haline gelmiştir (Parasız, 2007: 299).

İktisadi büyümenin iki biçimde olması söz konusu olmaktadır. Bunlardan ilki, iktisadi yapının eksik istihdamdan çıkması ile birlikte ortaya çıkan üretim artışı ile birlikte kısa vadeli iş çevrimlerine bağlı iktisadi büyüme, ikincisi ise ekonomi tam istihdamdayken teknoloji gelişmesi ve yeni faktör girdilerinin ekonomiye dahil olması ile birlikte ortaya çıkan orta ve uzun vadeli ödemedir. Sürdürülebilir büyüme açısından ekonomik istikrar, ekonomik istikrar açısından ise fiyat istikrarının bulunması gerekli olmaktadır. Sürdürülebilir ve istikrarlı bir büyümenin olabilmesi bakımından istihdam düzeyinin yükselmesi gerekmektedir (Gürsoy, 2013: 34).

Para politikasının farklı amaçlarından bir diğeri faiz istikrarıdır. Ekonomide belirsizliğe etki eden unsurlardan birinin de faiz oranlarındaki dalgalanma olduğu düşünüldüğünde bu dalgalanmanın önlenmesi yerinde olacaktır. Bu sebeple para politikasının hedeflerinden biri de faiz istikrarını temin etmektir (Demirhan, 2007: 12).

Faiz oranlarında ortaya çıkan dalgalanmalar sonucunda bazı belirsizlikler ortaya çıkmaktadır. Bu durum iktisadi birimlerin gelecekle ilgili planlamalar yapmalarını zorlaştırmaktadır. Bunun neticesinde iktisadi karar birimleri yatırım ve tüketim kararlarını ertelemek durumunda kalmakta ve neticede faaliyet hacimlerinde düşüş ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte faiz oranlarındaki aşırı dalgalanmalar iktisadi yapıda bir maliyet unsuru ortaya çıkararak hanehalkının ve firmaların üstlenmekte zorlanacağı borçlarla yüzleşmesine sebep olmaktadır. Ortaya çıkan bu tablo sebebiyle merkez bankası faiz oranlarındaki dalgalanmaya engel olmaya çalışmaktadır. Bu sayede para politikası faiz oranlarının belli limitler içinde dalgalanmasını temin ederek ekonomide daha pozitif bir biçimde tasarruf ve yatırım koşullarını temin etmektedir (Karaca, 2010: 13).

Para politikası kapsamında amaçlanan hedeflerden bir diğeri ödemeler dengesidir. Genel itibariyle ödemeler bilançosu belli bir dönem kapsamında iç ve dış iktisadi birimlerin yaptıkları iktisadi faaliyetlerin rakamsal ve istatistiksel halini ortaya koyan raporu ifade etmektedir (Paya, 2013: 172). Ödemeler dengesi kapsamında varlıklar ile yükümlülükler birbirine eşit olmaktadır. Genel olarak ödemeler dengesindeki veriler bir yıllık kayıtlar olmaktadır.

Ödemeler dengesinin farklılaşmasında döviz kuru en önemli faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Fiyat değişimleri ve faiz oranları doğrudan ya da dolaylı yoldan hem ödemeler bilançosunu hem de döviz kurunu etkileyebilmektedir. Ödemeler dengesinde fazla olması halinde merkez bankası para arzını yükseltmekte, bu yükseliş faizler ile fiyatlar genel seviyesini arttırmaktadır. Fiyatlar genel seviyesindeki artış ise ithalatı artırmakta ve ihracatı düşürmektedir. İhracattaki düşüş ve ithalattaki artış neticesi dış ödemeler dengesi negatif yönde etkilenmektedir. Bilançonun eksi vermesi durumunda ise paranın arzı ile kredi hacimleri düşmekte, ekonomik işleyişte bir daralma söz konusu olmaktadır.

### **1.3. Geleneksel Para Politikası Araçları**

Merkez bankasının uyguladığı para politikasını güvenilmesi oldukça önem arz etmektedir. Merkez bankasının para politikası araçları genel itibariyle iki gruba ayrılmaktadır. Bunlar (Ceylan, 2010: 39):

1. Dolaysız (Özel) Para Politikası Araçları: Paranın miktarı ve fiyatının tespit etmek adına kullanılmaktadır.
2. Dolaylı (Genel) Para Politikası Araçları: Piyasadaki arz-talep koşullarını etkileyerek kullanılmaktadır. Dolaysız para politikası araçları genel itibariyle finansal sistemdeki kuruluşların faizleri ile merkez bankası bilançosunu etkilemekteyken, dolaylı para politikası araçları bölgesel ve sektörel müdahaleleri etkilemektedir.

Dolaysız para politikası araçları genel olarak 1970’li yıllardan önce kullanılmıştır. İlerleyen yıllarda liberal ekonominin gelişim kaydetmesi, sermaye hareketlerinin artması ve finansal piyasasının gelişmesine sebep olmuştur.

### **1.3.1. Dolaysız (Özel) Para Politikası Araçları**

Merkez bankasının denetiminde olan faktörler ve büyüklükleri ifade etmek amacıyla para politikası araçlarından yararlanılmaktadır. Dolaysız para politikası araçları, ara hedefleri dolaysız yoldan kontrol etmektedir. Bununla birlikte merkez bankası politikalarının kanuni düzenlemelere bağlı olarak uygulanmasını mümkün kılmaktadır.

Ekonominin kötü durumda olduğu kriz dönemlerinde merkez bankalarının mevduat fiyatları ve mevduat büyüklükleri risk altına girmektedir. Ortaya çıkan bu tablo ise en iyi dolaysız para politikası araçlarıyla kontrol edilebilmektedir. Bununla birlikte, dolaylı para politikası araçlarından yararlanılması mümkün olmadığı hallerde bu araçlar kullanılmaya başlanmaktadır.

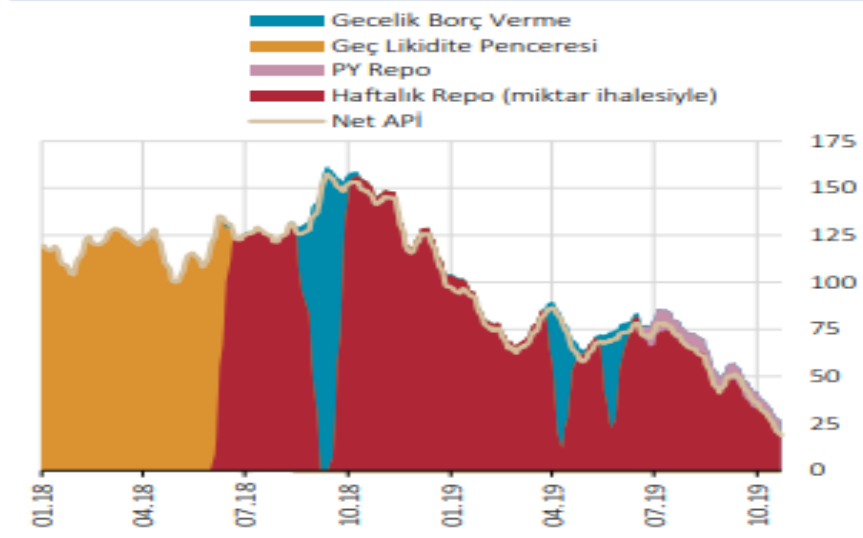
Dolaysız para politikasının dezavantajları değerlendirildiğinde, rekabet ortamının ortadan kalmasına neden olan yüksek faiz oranları ile yüksek mevduat ile düşük kredi ortamının oluşmasına neden olduğu ifade edilebilir. Bununla birlikte iktisadi yapıda faaliyet gösteren farklı bankaların selektif kredi kontrolleri ile birlikte piyasa durumları etkilenmektedir. Dolaysız para politikası bir çok ülke kapsamında denetimsiz veya yasadışı piyasaların oluşmasına engel olamamaktadır (Önder, 2005: 50-51).

#### **1.3.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri**

Merkez bankası faiz oranını kontrol ederek bankaların mevduat faizlerini etkilemektedir. Bu bağlamda, merkez bankası yatırımların getiri oranlarına göre faiz oranlarına kıyasla düşük tutması halinde bankalar mevduat kaybı yaşamakta ve bu durum iktisadi yapının krediler üstündeki kontrolünün düşmesine sebep vermektedir (Ceylan, 2010: 50-51). Faizlerin bu oranın üstünde olması halinde ise yatırımlar azalmakta ve tüketim artış göstermektedir. Bu doğrultuda ise ülke uluslararası rekabet gücünü yitirmektedir. İhracat azalmakta ve ithalat artış göstermektedir.

TCMB, Temmuz, Eylül ve Ekim aylarındaki PPK toplantılarında enflasyon görünümündeki iyileşmeye bağlı olarak, politika faizini toplamda 10 puan indirmiştir.

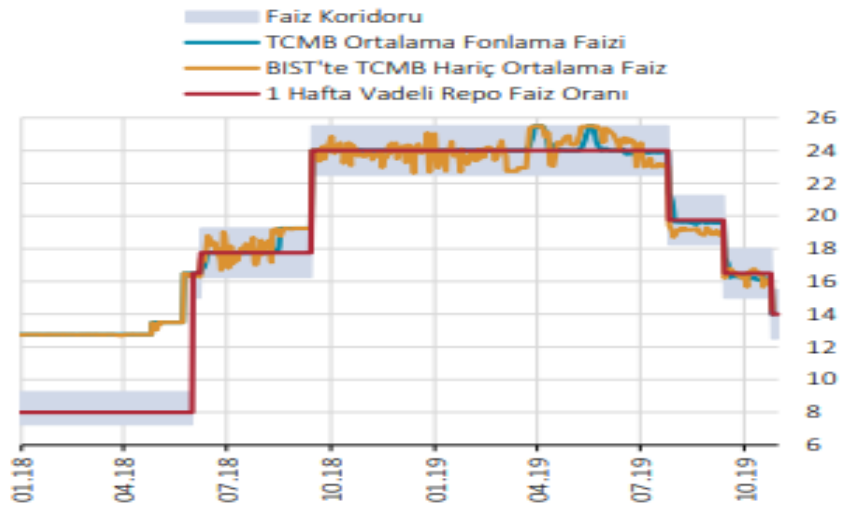
Şekil 1. TCMB Açık Piyasa İşlemleri (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



Kaynak: TCMB, 2019.

Önceki Rapor dönemine göre sistemin fonlama ihtiyacı, reeskont kredileri, TCMB'nin döviz karşılığı TL swap işlemleri ve Hazine'nin piyasa ile gerçekleştirdiği TL karşılığı işlemler sonucu belirgin ölçüde gerilemiştir. Açık piyasa işlemleri (APİ) fonlaması, büyük ölçüde bir hafta vadeli repo ihaleleri ile karşılanmış ve sınırlı düzeyde Piyasa Yapıcı (PY) repo kullanımı gerçekleşmiştir.

Şekil 2. Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: TCMB, 2019.

### **1.3.1.2. Farklaştırılan Reeskont Kotaları**

Reeskont oranı, merkez bankasınca ticari bankalara sunulan kredilere uygulanmakta olan faiz oranı olarak ifade edilmektedir (Demirhan, 2007: 20).

Bankalar, bazı kotalar uygulamaya koyarak reeskonttan faydalanmak isteyen kurumlara yardımcı olmaktadır. Bununla ilgili ihracat ve tarım sektörüne daha fazla kaynak temin edilebilmesi için bu sektörlerle kredi sunan bankaların reeskont kotaları daha fazla tutulmaktadır (Akçay, 1997: 13-14).

### **1.3.1.3. Finansal Araçların Portföylerinin Tekrar Düzenlenmesi**

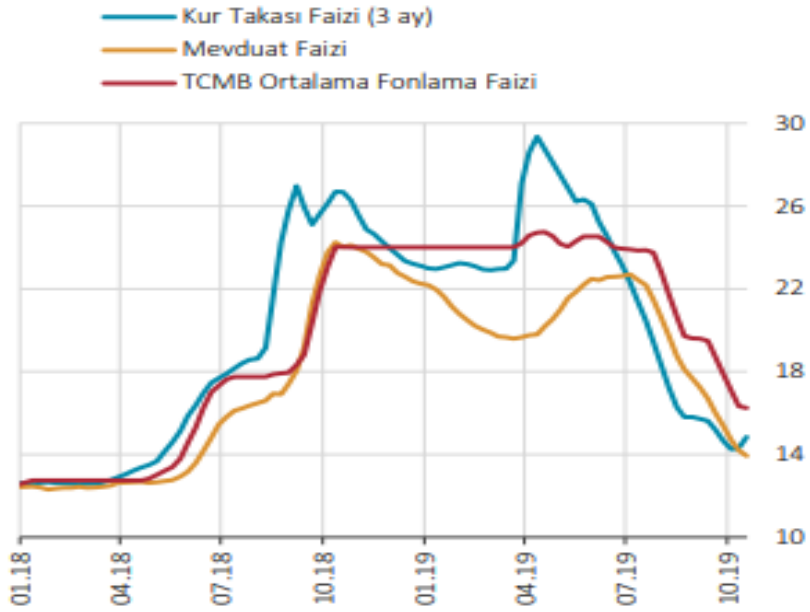
Merkez bankaları, bankaların portföylerinde sahip oldukları menkul kıymetlerinin içeriğini düzenleyerek finansal kurumların satın aldıkları menkul kıymetlerin miktarları ile faiz oranlarına etki etmektedir. Bu yöntem üzerinden iktisadi büyümeye katkı vermek amacıyla tespit edilen sektörlere kaynakların aktarılması sağlanmaktadır (Önder, 2005: 64). Ancak bu politikaların etkin bir biçimde sürdürülmesi iktisadi yapıda menkul kıymetlerin alışverişinin sınırlı olmamasına bağlı olmaktadır (Demirhan, 2007: 21). Bu yönüyle merkez bankasının finansal sistem kapsamındaki alışverişinin yönünü tayin ederek faiz oranlarını etkilediğini ifade edebilmek mümkündür.

### **1.3.1.4. Tüketici Kredilerinin Kontrolü**

Merkez bankaları tüketim mallarının taksitli satışlarını düzenleyerek, tıpkı kıymetlerin taksitli alınması halindeki gibi mallara olan talebi arzu ettiği biçimde şekillendirerek talebin kısılmasına ya da artmasına sebep olabilmektedir (Ceylan, 2010: 54). Burada taksitlendirme süreçleriyle merkez bankasının mal piyasasına da etkili olduğunu ifade edebilmek mümkündür. Taksidi artan ürünlere yönelik olarak tüketicilerin taleplerinin artması ve tersi durumunda taleplerin azalması durumunda ürünlerin arz kısmı da bu durumdan etkilenebilecektir.

TCMB'nin faiz indirimleri sonucunda düşen TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi, mevduat ve kur takası faizlerinde de düşüşe yol açmıştır.

Şekil 3. Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler (4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

Bankaların fonlama maliyetlerinde gözlenen düşüş eğilimi, Banka Kredi Eğilim Anketi'nde (BKEA) belirtilen yurt içi fonlama koşullarının üçüncü çeyrekte gevşemesi ile tutarlı görünmektedir.

#### 1.3.1.5. Kredi Tavanı Kontrolleri

Gelişmekte olan ülkeler kredi tavanı kontrollerinden yararlanmaktadır. Söz konusu uygulama ile para stoku ve baz para kontrol altında tutulmaktadır (Ceylan, 2010: 51). Bilindiği gibi piyasadaki para miktarı genel itibariyle fiyatlar genel seviyesine etki edebildiği için kredi tavanı kontrollerinin burada önemli görev üstlendiğini ifade edebilmek mümkündür.

Dolaylı olmayan araçların verimli kullanılmasıyla birlikte likidite fazlalığı ortaya çıkarken, bu durum finansal piyasalarda baskı oluşmasına sebep olmaktadır. Bankalar gelişim kaydettikçe kredi tavanları kredilere, banka sermayesine ve mevduatlara likidite fazlası olarak yansımaktadır. Ortaya çıkan likidite fazlası ise enflasyonun ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Enflasyonun düzeltilmesi için faizlerin olması gereken seviyenin altında tutulması halinde ise finansal piyasalara olan baskı artış göstermektedir (Önder, 2005: 63). Bu durum kredi kontrollerinin



dikkatli kullanılmasını gerektirdiğini ifade edebilmek mümkündür. Burada kredi tavanı kontrolleri kapsamında finansal sistemin baskı altına alınabilmesi olasılığı ilerleyen süreçte reel sektöre de yansıma gösterebilecektir.

#### **1.3.1.6. Disponibilite Uygulaması**

Disponibilite, mevduat kabul eden bankaların sağlamış oldukları taahhütlerine karşılık olarak likidite düzeyi fazla olan ögeler bulundurma zorunluluğunu ifade etmektedir. Bu uygulama yapısal açıdan zorunlu karşılıklar uygulaması ile benzer niteliklere sahiptir. Zorunlu karşılık ayırma yönteminde faiz ödemelerinde belli bir sınır bulunmaktayken, disponibilite uygulamalarında ise kredi faizleri ile fon maliyetlerinin daha da artması söz konusu olmaktadır (Ceylan, 2010: 52-53). Disponibilite de belli sınırın olmaması dikkatli kullanılmasını gerektirebilecektir. Bu uygulamanın fazla kullanılması halinde fon maliyetlerinde ve kredi faizlerindeki artış sebebiyle piyasadaki fon miktarında azalış söz konusu olabilecek ve bu durum bir çeşit durgunluk ortaya çıkarabilecektir.

#### **1.3.1.7. Özel Mevduatlar**

Ticari bankalar tarafından açılması zorunlu olan mevduatlar, merkez bankalarının denetimde tutularak para arzı denetimi temin edilebilmektedir. Söz konusu politikanın kullanılmasıyla birlikte piyasanın kontrol edilmesi sağlanmaktadır. İthalatın devamlı olarak yükselmesi ile vergi ve kur politikalarının etkin olmaması halinde, ithalat teminatlarının merkez bankasında tutulması sonucunda merkez bankalarının alacakları teminatlar, önem arz eden bir politika aracı olarak kullanılmaya başlamaktadır (Ceylan, 2010: 54). Özellikle dış ticaret açığı veren yani ithalatın ihracatın çok üzerinde olduğu ülkelerde kurda ortaya çıkabilecek oynaklıklar açısından bir kontrol mekanizması önemli olabilecektir. Burada özel mevduatlar aynı zamanda kur risklerinin oluşmasının engellenmesi açısından bir nebze iş görebilecektir.

#### **1.3.1.8. Merkez Bankasının Moral Takviyesi**

Merkez bankası sahip olduğu tüm kuvveti ve olanakları kullanarak bankaların tutum ve davranışlarını değiştirmektedir. Söz konusu politikaya merkez bankasının ahlaki korutma veya açıkkağız politikası adı verilmektedir (Önder, 2010: 55). Merkez

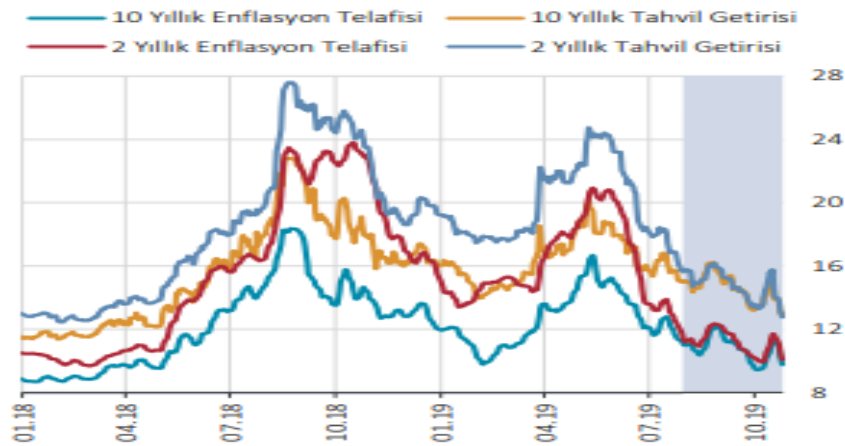
bankasının bağımsızlığı ve ülkedeki fiyat istikrarını sağlama sorumluluğu kapsamında bankacılık sistemini etkileyebilmesi organize olmuş bir yapının varlığı açısından önemli olacağını ifade edebilmek mümkündür.

### 1.3.1.9. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü

Menkul kıymetler (tahvil, hisse senedi) taksitle alınması halinde merkez bankası söz konusu faaliyette ne düzey peşin ödeme yapılması gerektiğini tespit etmektedir. Söz konusu işlem aracılığı ile bireysel tasarrufların kullanılabilceği alanlar ve faaliyetler sınırlandırılabilmekte veya bu alanlara yönelik faaliyetler arttırılabilmektedir (Akçay, 1997: 15). Burada hisse senedi ve tahvil alımları kapsamında belli bir risk üstlenilmiş olmaktadır. Bu anlamda piyasada riskin dağıtılması toplumsal negatiflikler açısından önemli olacaktır. Merkez bankası burada kredilerin kontrollerini gerçekleştirerek riskin paylaşılması açısından önemli bir görev üstlenmiş olmaktadır.

Uzun vadeli faizlerin bileşenleri arasında başlıca etki enflasyon beklentileri ve enflasyon priminin ortak bir göstergesi olan enflasyon telafisindeki belirgin gerilemeden kaynaklanmıştır. Tahvil fiyatlarından hesaplanan enflasyon telafisindeki düşüş anketlerden elde edilen enflasyon beklentilerindeki gerilemeyle büyük ölçüde uyumlu bir görünüm sergilemiştir.

Şekil 4. Tahvil Getirileri (%) ve Enflasyon Telafisi (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

Para politikasındaki temkinli duruş, döviz kurunun istikrarlı seyretmesi ve enflasyondaki düşüşün tahminlerden de olumlu şekilde devam etmesi, enflasyon beklentilerinin ve dolayısıyla enflasyon telafisindeki gerilemenin arkasındaki başlıca unsurdur.

### **1.3.2. Dolaylı (Genel) Para Politikası Araçları**

Merkez Bankası, dolaylı para politikası araçları ile birlikte faiz oranları ve rezervlerine etki ederek para politikasının sürdürülebilirliğini temin edebilmektedir. Dolaylı olmayan para politikasının etkinliğinin azaltılması ve uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamanın azaltılması ile birlikte dolaylı para politikasının esnekliği artış göstermiştir (Doğançay, 2013: 43). Dolaylı para politikası araçları kendi içinde açık piyasa işlemleri, döviz-efektif, reeskont penceri işlemleri, zorunlu karşılık oranları olarak belli kısımlara ayrılmaktadır.

#### **1.3.2.1. Açık Piyasa İşlemleri**

Merkez bankaları açık piyasa işlemleri ile birlikte likidite yönetimini gerçekleştirebilmektedir (Özatay, 2013: 446). Piyasadaki dolaşan para miktarını kontrol etmek amacıyla merkez bankası, menkul kıymet alıp satmak suretiyle açık piyasa işlemlerini yerine getirmektedir (Doğançay, 2013: 44). Açık piyasa işlemleri (APİ) para arzı üzerinde etkili olarak para tabanının genişlemesine neden olmaktadır. Merkez bankası, paranın arzını yükselttiğinde kısa dönemli faiz oranlarında düşüş yaşanmakta, arzı düşürdüğünde ise faiz oranlarında artış ortaya çıkmaktadır. Genel itibariyle açık piyasa işlemlerinde likidite özelliği en yüksek olan menkul kıymetlerden yararlanılmaktadır (Akbaş, 2007: 36-37). Açık piyasa işlemlerinde farklı uygulamalara rastlanmaktadır. Bu bölümde bu uygulamalara yer verilecektir.

##### **1.3.2.1.1. Ters Repo İşlemleri**

Ters repo işlemlerine aynı zamanda geri alım vaadiyle satım işlemleri de denilmektedir. Merkez bankası piyasa koşullarındaki likiditenin yüksek olduğunu düşünmesi halinde, ters repo işlemleri ile piyasa fazla olan likiditeyi çekmektedir. Merkez bankaları ellerinde bulundurdukları senetleri aracı kurum veya bankalara belli bir vadede belli bir fiyat seviyesinden geri almak kaydıyla birlikte satmakta, aracı

kurumlar ile bankalar ise sahip oldukları likiditeyi belli bir süreliğine merkez bankasına vermektedir (Doğançay, 2013: 47). Ters repo işlemlerinde iki adet anlaşma eş zamanlı olarak yapılmış olmaktadır. Başta merkez bankaları sahip olduğu senetleri belli bir fiyattan satmakta iken diğer bir yandan vade zamanı tespit edilen faiz ile birlikte senetleri geri alacağını kabullenmiş olmaktadır (Ünal, 2015: 32). Piyasadaki yüksek likiditenin varlığı fiyatlar genel seviyesindeki artışa sebep olması sebebiyle merkez bankası ters repo işlemleri ile birlikte bu artışı sınırlandırmış olmaktadır.

#### **1.3.2.1.2. Doğrudan Satım İşlemleri**

Merkez bankası tarafından piyasadaki likiditenin fazla olduğunun düşünülmesi halinde, likiditenin pazardan çekilmesi maksadıyla açık piyasası işlemleri üzerinde sahip olduğu portföydeki kıymetleri bankalara satarak piyasadaki likiditeyi çekmektedir (Akbaş, 2007: 37). Bu sayede bankaların sahip oldukları rezervler düşerek piyasadaki fazla olan likidite çekilmektedir (Ünal, 2015: 31). Merkez bankasının piyasadaki fazla likiditeyi çekmek adına kullandığı bir diğer enstrüman olarak karşımıza çıkmaktadır.

#### **1.3.2.1.3. Doğrudan Alım İşlemleri**

Piyasa koşullarında geçici likidite sıkışıklığının olması halinde merkez bankası repo işlemi yapmaktadır. Kalıcı bir likidite sıkışıklığı ortaya çıkarsa merkez bankası yeterli olmayan likidite miktarı kadar tutarı Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) olarak satın almaktadır. Bu sayede piyasadaki likidite miktarı kontrol altına alınmış olmaktadır (Kazazi, 2010: 13). Piyasa koşullarında bazı durumlarda likiditenin de azalması söz konusu olmakta ve bu durumda merkez bankası piyasanın gereksinimi karşılamak adına bu yönteme başvurabilmektedir.

#### **1.3.2.1.4. Depo (Mevduat) Alım ve Satımı**

Merkez bankası kendinin sınırlarını belirlediği bant aralığında gecelik faiz oranlarının kalmasını sağlamak maksadıyla mevduat alım veya satımını gerçekleştirdiği faaliyetleri ifade etmektedir (Kazazi, 2010: 13-14). Böylece belli bir aralık içinde kontrollü dalgalanmanın sağlandığını ifade edebilmek mümkün olmaktadır.

### **1.3.2.1.5. Merkez Bankası Likidite Senetleri İhraçları**

Likidite senetleri ihracı genel olarak piyasa kapsamında likidite seviyesinin ayarlanması için kullanılmaktadır. Likidite senetleri, API'nin etkinliğini artırmaktadır. Bu senetler, merkez bankaları tarafından kendi hesap ve namına iskontolu biçimde ihraç edilmekte ve bu sayede piyasayı biçimlendirmektedir (Kazazi, 2010: 13). Merkez bankasının likidite düzeyini düzenlemek amacıyla kullandığı senetler iskontolu olarak ihraç edilerek alanlara belli bir gelir sağlamakla birlikte ihraç edildikleri dönemde likidite fazlasının piyasadan çekilmesine yardımcı olmaktadır.

### **1.3.2.1.6. Repo İşlemleri**

Merkez bankası, repo işlemleri üzerinden DİBS'leri vadesi geldiğinde geri satmak amacıyla belli bir süreliğine almak suretiyle piyasaya likidite sağlamış olmaktadır. Bu faaliyet piyasada geçici likidite sıkışıklığı olması halinde uygulamaya konulmaktadır (Kazazi, 2010: 13). Merkez bankası piyasadaki DİBS'leri geri alarak piyasaya likit kazandırmış olmaktadır. Bu unsur piyasadaki durgunluğun azaltılması açısından son derece önemlidir.

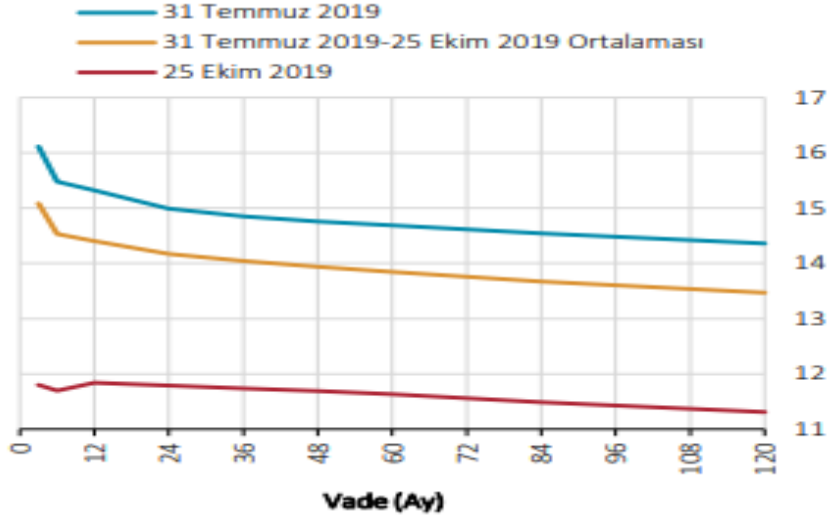
### **1.3.2.2. Döviz- Efektif İşlemleri**

Merkez bankalarının tam dalgalı kur politikasını uygulaması durumu dışında kalan hallerde, kur politikası efektif ve döviz alım ile satım işlemleriyle biçimlendirilmektedir. Merkez bankası yabancı paralar ile milli para arasındaki pariteyi tespit ederek, esnek kur sistemi kapsamında bazı dönemlerde piyasaya müdahalede bulunup döviz alımı ve satımı yapmaktadır. Bu sayede merkez bankası döviz satımı yaptığında döviz kurunda düşüş gerçekleşmekte ve piyasa koşullarındaki para miktarı artmaktadır. Tam tersi döviz alımı yaptığında döviz kuru yükselmekte ve piyasadaki para miktarı azalmaktadır (Kaygaç, 2013: 35). Açık piyasalar açısından kur riski oldukça önemlidir. Merkez bankasının döviz-efektif işlemleri ile bu riske yönelik ekonominin ve piyasanın korunması açısından kullandığı ifade edebilmek mümkün olmaktadır.

5 Ağustos 2019 tarihinde yabancı para mevduat ile katılım fonlarına uygulanan zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde yükseltılarak piyasadan döviz likiditesi çekilmiştir. Mevcut Rapor döneminde politika faizindeki indirimlere ek olarak

gerileyen enflasyon beklentileri ve ülke risk priminin de katkısıyla kur takası getiri eğrisinin bir önceki Rapor dönemine göre aşağı kaydığı görülmektedir.

Şekil 5. Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: TCMB.

### 1.3.2.3. Reeskont Penceresi İşlemleri

Reeskont, ticari bankalarca iskonto edilen ticari senetlerin Merkez Bankaları tarafından yeniden iskonto edilmesi işlemine verilen isimdir. Reeskont politikası, merkez bankalarını reeskont şartlarını ve oranlarını tespit etmek üzere kredi talebine etki etmesini ifade etmektedir. Reeskont faaliyetleri genel olarak iki biçimde yürütülmektedir. Bunlardan ilki, reeskont kredileri olup, reeskont kredi faaliyeti, ticari bankaların sahip oldukları vadesi henüz sona ermemiş iskonto edilmiş senetleri merkez bankasına sunması ve merkez bankasının cari faiz oranları uygulayarak bunları iskonto etmesidir. Bunlardan ikincisi ise, avans işlemi sağlanmakta ve belli bir iskonto söz konusu olmadan belli bir faize bağlı olarak ilgili bankaya kredi verilmesi durumu ortaya çıkmaktadır (Aziziov, 2007: 17-18). Ticari faaliyetlerin sürekli olarak nakit üzerinden çevrilmesi mümkün olmayabilmektedir. Burada reeskont işlemleri kapsamında yapılan iskontolardan piyasaya belli bir düzeyde likit kazandırılmaktadır. Ancak burada belli kontrol gerekmektedir. Merkez bankasının burada kontrolü sağladığının ifade edilmesi mümkün hale gelmektedir.

#### **1.3.2.4. Zorunlu Karşılık Oranları**

Bankalar bir miktar rezervlerini, mevduat şeklinde merkez bankasında açılan bloke edilen hesaplar kapsamında ya da nakit olarak kasalarında tutmak durumundadırlar. Bir zorunluluk olarak tutulan bu rezervler, bankalardaki tutulmakta olan mevduat hesaplarının belli bir oranı olmaktadır. Tespit edilen bu oran ise zorunlu karşılık oranı olarak isimlendirilmektedir (Tokel, 2011: 16). Özellikle zorunlu karşılık oranlarının 2008 yılında ortaya çıkan ekonomik krizle birlikte merkez bankalarının yararlandıkları en önemli araçlardan biri haline geldiği gözlemlenmiştir (Tüzün, 2014: 34). Merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını artırarak piyasaya verilebilecek likidite düzeyini azaltabileceği gibi zorunlu karşılık oranlarını düşürerek likidite miktarının artmasını sağlayabilecektir.

#### **1.4. Geleneksel Olmayan Para Politikaları**

Merkez bankaları çoğunlukla açık piyasa işlemleri üzerinden para arzına müdahalede bulunarak tespit etmiş oldukları hedeflere erişebilmeye çalışmaktadır. Bu sebepten dolayı olağan hallerde merkez bankaları, likidite temin edebilmek adına hükümete ya da özel sektöre direkt olarak kredi temin etmemekte, firma borcu, devlet tahvili ya da herhangi bir borç enstrümanını almamakta, genel olarak faiz oranlarından yararlanarak piyasadaki likiditeyi bir biçimde düzenleme üzerinden hareket etmeyi tercih etmektedir. Karşı karşıya kalınan küresel finansal krizler kapsamında da merkez bankaları politika fon faizini düşürmeye ve likidite temin etmeye yönelik müdahalelerde bulunmuşlardır. Söz konusu hedeflere bağlı olarak merkez bankalarının büyük bölümü önceden karşılaşılmamış biçimlerde tepkiler ortaya koymuşlar, nerdeyse sıfırlara ulaşan faiz oranlarını devam ettirmeleri oldukça kısa dönemli olsa bile reel ekonomik faaliyetlerin bozulması ve krizin etkilerinin artmasıyla birlikte faiz oranlarını daha da düşürme yoluna gitmişlerdir. Ortaya çıkan bu tabloda para politikasıyla ilgili küresel krizden önceki geleneksel görüş açısından, merkez bankalarının ana enstrümanlarının faiz oranı olduğunu ifade edebilmek mümkündür. Burada merkez bankalarının enflasyon hedeflemesine odaklandıkları ve makro ihtiyati öğeler ile finansal istikrar konularını ön planda tutmadıklarını söyleyebilmek mümkün olmaktadır. Bununla birlikte küresel krizler öncesi merkez bankalarının sistematik riskleri de önemsemediklerini söyleyebilmek olası bir durum olmaktadır (Kozicki vd., 2011: 13; Smaghi, 2009: 2). Burada merkez bankalarının

geleneksel politikalarda yalnızca fiyat istikrarına odaklanmasının bazı konuları kaçırmalarına neden olduğunu söylemek mümkün olmaktadır.

Lehman Brothers'ın karşı karşıya kaldığı durum sonrasında geleneksel politikalarla ilgili görüş değişimlerinin ortaya çıktığı gözlemlenmiştir. Bu açıdan merkez bankaları hedefleri gerçekleştirebilmek adına sadece faiz oranlarını düşürmenin etkili olmadığını kavramaya başlamıştır. Bu bağlamda geleneksel politikaların yeterli olmadığı görüşü kendini kabul ettirmeye başlamıştır. Geleneksel politikaların özellikle olağan olmayan dönemlerde banka hedeflerine ulaşılması bakımından yetersizliği üzerinde durulmuştur. Açığa çıkan küresel kriz tablosu, nominal faiz oranının sıfır noktasına ulaştırılmasını zorunlu kılacak bir kuvvet olabilmektedir. Bu şartlarda olağan politikaların kullanılarak faiz oranlarının bu düzeylere ulaştırılabilmesi mümkün olmamaktadır. Bu açıdan geleneksel olmayan politikalar burada etkili olabilecektir.

Geleneksel olmayan para politikaları, öncelikli olarak küresel krizlerin başlarında mali sorunları düşürmek, bankacılık sektörü kapsamında likiditeye yön vermek ve ilerleyen süreçte piyasa ve özel sektöre kredi temin edebilmek maksadıyla kullanılmaktadır. Bu politikalar krizin sebep olduğu etkilerden piyasayı korumak, fiyat istikrarını desteklemek ve finansal sektörün işleyişine destek vermek açısından son derece önemli olmaktadır (Trichet, 2013: 231; Criste, 2014: 8). Geleneksel olmayan araçlar, literatürel olarak merkez bankalarının politika faiz oranının en düşük düzeydeyken yararlandıkları öğeler olarak karşımıza çıkmaktadır. Fakat uygulamada değişik durumlarla da karşı karşıya kalınmıştır. Macaristan ve Polonya'da nominal faiz oranı sıfır seviyesinin üzerindeyken de kullanıldığı görülmüştür. Bu sebepten dolayı merkez bankaları geleneksel olmayan para politikalarına faiz oranına dikkat etmeksizin yönelmişlerdir. Bununla birlikte pek çok ülkede bu araçlar küresel krizle birlikte kullanılmaya başlamış ve ortaya çıkan krizin etkilerine bağlı olarak araçlardan hangilerin kullanılacağı tespit edilmiştir. Bu sebepten dolayı geleneksel olmaya para politikaları uzun dönemde kullanılmamıştır. Genel olarak bu politikalar kredi piyasasında ortaya çıkan tabloya bağlı kullanılmıştır. Bununla birlikte geleneksel olmayan para politikaları, söz konusu araçlarından pek çoğunu içeren bir yapı şeklinde kullanılmıştır (Criste, 2014: 9). Yapısal olarak bu politikaların olağan olmayan şartların oluşumu ile birlikte kullanıldıkları görülmüştür. Normal olmayan ekonomik şartların geleneksel olmayan politikaları gerektireceği gayet açıktır.



Geleneksel olmayan para politikaları direkt olarak merkez bankalarının bilançolarının bileşimi ve boyutları ilgili olmakla birlikte bu politikalar kapsam ile büyüklük açısından sıradışı olarak ifade edilmektedir. Sıradışı şeklinde alınan bu politikalar, bulunulan ülkeye göre farklılık gösterebilmekte ve bu yönüyle merkez bankalarının iktisadi ve kurumsal yapılarına göre farklılık gösterebilmektedir. Söz konusu politikaların etkinliği, araçları kullanan ülkenin ona özel yapısına bağlı olarak farklılık göstermektedir. Bu açıdan bir ülke kapsamında yarar sağlayan politika diğer ülke kapsamında faydalı olmayabilmektedir. Bu neden bu araçların etkinliği ve verimlilikleri bulunulan ülkeye göre farklılaşabilmektedir. Bununla birlikte öncelikli hedef olarak tespit edilen bir problemi çözebilmek ya da bu sorunun düzeyini düşürebilmek amacıyla belirlenmiş farklı müdahalelere nazaran, bu araçlar piyasanın tamamına aksedebilen büyük etkilere sahip olmaktadır (Trichet, 2013: 230; Kozicki vd., 2011: 20). Her ülkenin finansal ve reel sektörünün yapısının farklı olması geleneksel olmayan para politikası araçlarının farklı biçimlerde kullanılmasına neden olmuştur. Bu yönüyle bu araçların her ülkede etkili olan tek bir yönlerinin olmadığını ifade edebilmek mümkün olmaktadır.

Tüm dünyayı etkisi altına alan 2008 krizi finansal istikrarla ilgili kaygıların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Özellikle bu krizle birlikte merkez bankalarının son borç verme fonksiyonu olması üzerinde durulmuştur. Bu koşullarda farklı araçların kullanılması önemli hale gelmiş ve bu yönüyle geleneksel olmayan para politikası araçları kullanılmaya başlamıştır. Geleneksel olmayan para politikasından yararlanan merkez bankası sayısı küresel krizle birlikte artış göstermiştir. Bununla birlikte gelişmiş olmayan ülkeler gelişmiş ülkelere kıyasla geleneksel olmayan para politikası araçlarını daha çok kullanmışlardır. Ayrıca gelişmiş ülkeler kriz sonrasında likidite ile ilgili müdahalelerde bulunurken, gelişmekte olan ülkelerin kriz esnasında likidite ile ilgili müdahalelerde buldukları görülmüştür. Gelişmiş ülkeler genel itibariyle kriz sırasında krediyle ilgili tedbirler almışlardır (Kaya ve Tokucu, 2014: 10). Gelişmiş ülkeler, kendi içlerinde makro iktisadi yapıyı koruyabilmek adına bu araçlardan yararlanmaya başlamış ve bu maksatla aracılık işlemlerinin akışını tamir edebilme ve finansal piyasa yapısını tamir edebilmek için nominal faizinin sifıra yakın olduğu bu politikaların uyumlu olabilmesini amaçlamışlardır.

Neticede 2008 küresel kriziyle birlikte dünya genelinde merkez bankaları geleneksel politikalar yerine geleneksel olmayan politikaları kullanmaya başlamışlardır. Genel itibariyle miktarsal genişleme şeklinde anılan kredi imkanları ve

devlet menkul kıymetlerinin satın alınmasını içeren geleneksel olmayan para politikası araçları likidite genişlemesini sağlanması amacıyla kullanılmıştır. Bununla birlikte teminat çeşitlendirmesi, faiz koridoru, faiz taahhüdü ve zorunlu karşılıkları araçlarının da küresel kriz ardından merkez bankalarınca kullanıldığı gözlemlenmiştir.

#### **1.4.1. Miktersal Genişleme**

Bilindiği üzere merkez bankaları para politikalarıyla ilgili sorumluluklarını genel itibariyle politika faizi üzerinden yerine getirmektedirler. Fakat küresel krizler kapsamında ortaya çıkan finansal belirsizlik sebebiyle merkez bankaları, karşı karşıya kalınan likidite sorunlarını azaltmak amacıyla farklı politikalardan yararlanmışlardır. Söz konusu politikalardan biri de miktersal genişleme (Quantitative Easing-QE) politikasıdır. Likidite sorunlarıyla karşı karşıya kalan pek çok gelişmiş ülkenin merkez bankaları, bilançolarını genişletebilmek adına söz konusu politikayı kullanmaya başlamıştır. Bu politika kapsamında politika faizi dışında piyasadaki para miktarının da kullanılmaya başlaması söz konusu olmuştur (Tuna ve Yalçınkaya, 2016: 74). Finans ve reel sektördeki işleyişin piyasadaki para miktarıyla ilişkili olduğu ve özellikle küresel kriz dönemlerinde piyasa şartlarındaki paranın azaldığı ön planda tutulduğunda bu yöntemin önemli bir politika olduğunu ifade edebilmek mümkün olmaktadır.

Miktarsal genişleme politikası, yapısal olarak merkez bankası politika faizinin sıfır veya neredeyse sıfır düzeyinde kullandığı ve yapısal olarak direkt satın almaları içeren bir politika aracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Miktersal yani parasal genişleme kapsamında merkez bankaları piyasa şartlarında uzun dönemli devlet tahvili satışları ya da kısa dönemli finansal varlık alımları yapabilmişlerdir. Yapısal olarak miktersal genişleme politikası, merkez bankalarının bilançolarında borç ve varlık ile pasif ve aktif tarafların her ikisine de biçim verebilen bir politika olmakla birlikte, bu politika iktisadi yapıyı oldukça fazla etkileyebilecek krizleri önlemek amacıyla kullanılmıştır (Tunalı ve Yalçınkaya, 2016: 75; Perera, 2010: 17). Bununla bu politikayla uzun vadeli faiz oranlarının azaltılması ile birlikte iktisadi büyümenin teşvik edilmesi de hedeflenmektedir. Bu bağlamda karşı karşıya kalınan küresel kriz süreçlerinde bu politika, bazı ekonomiler açısından oldukça önemli olmuştur (Williams, 2012: 3; Collignon vd., 2012: 4).

Miktarsal genişleme politikası kapsamında, para miktarına daha fazla önem verilmektedir. Bu sebepten dolayı merkez bankası bu politika kapsamında piyasadaki likidite düzeyini faiz oranları yerine kendisinin yapmış olduğu alımlar doğrultusunda denetim altında tutabilmektedir. Yapısal olarak miktarsal genişleme yöntemi geleneksel yöntemler kapsamında yararlanılan yöntemlerden oldukça farklıdır. Bu bakımdan merkez bankası açık piyasa işlemleri merkez bankası bilançosunu az süreli olarak etkileyebilirken, miktarsal genişleme ile birlikte merkez bankası bilançosunun büyüklüğü değişebilmektedir. Böylelikle merkez bankaları küresel krizle beraber yetersiz kalan geleneksel politika araçları yerine likidite temin edebilmek adına miktarsal genişleme aracına yönelmişlerdir (Perera, 2010: 18).

Miktarsal genişleme politikasının ekonomi kapsamında çeşitli etkileri bulunmaktadır. Piyasadan yapılan varlık alımları ile birlikte yatırımcıların portföylerindeki üst düzey getiri sağlayan risk ihtiva eden varlıkların karşılanması temin edilmektedir. Ortaya çıkan bu tablo ise uzun dönemde fiyat düzeylerinin artması ve uzun vadede faiz oranlarının düşmesi ile neticelenmektedir. Faiz oranlarının düşmesi ile birlikte mali genişleme daha etkili olmaya başlamaktadır. Bununla birlikte merkez bankalarının kamu kurumlarının dışındaki kurumların varlıklarını alması da söz konusu kesimlerin harcamalarının artmasını sağlayarak piyasadaki likidite ve hareketliliğin artmasını temin etmektedir. Bu sebepten dolayı miktarsal genişleme politikası, devlet tahvilleri ve özel sektörün varlıklarının talebinin artmasına neden olmaktadır. Söz konusu artış ile birlikte varlıkların getirilerinin azalmasına neden olurken, düşüş gösteren faiz oranları doğrultusunda uzun vadede yatırım harcamalarının artmasına sebep olmaktadır. Oluşan tablo ise toplam talebin artmasını sağlamakta ve yeniden fiyatlar genel seviyesinde bir istikrarın oluşmasını temin etmektedir. Bu sebepten dolayı miktarsal genişleme politikasının piyasa kapsamındaki faaliyetlerin artmasını sağlayarak faiz oranlarının düşmesini temin ettiğini ifade edebilmek mümkün olmaktadır (Kozicki vd., 2011: 14; Vural, 2013: 22). Küresel kriz dönemlerinde özellikle piyasanın durgunluğa girdiği bilinen bir durumdur. Bu açıdan miktarsal genişleme politikası piyasaya temin ettiği likidite ile birlikte piyasanın durgunluktan çıkmasına destek vermiş olmaktadır.

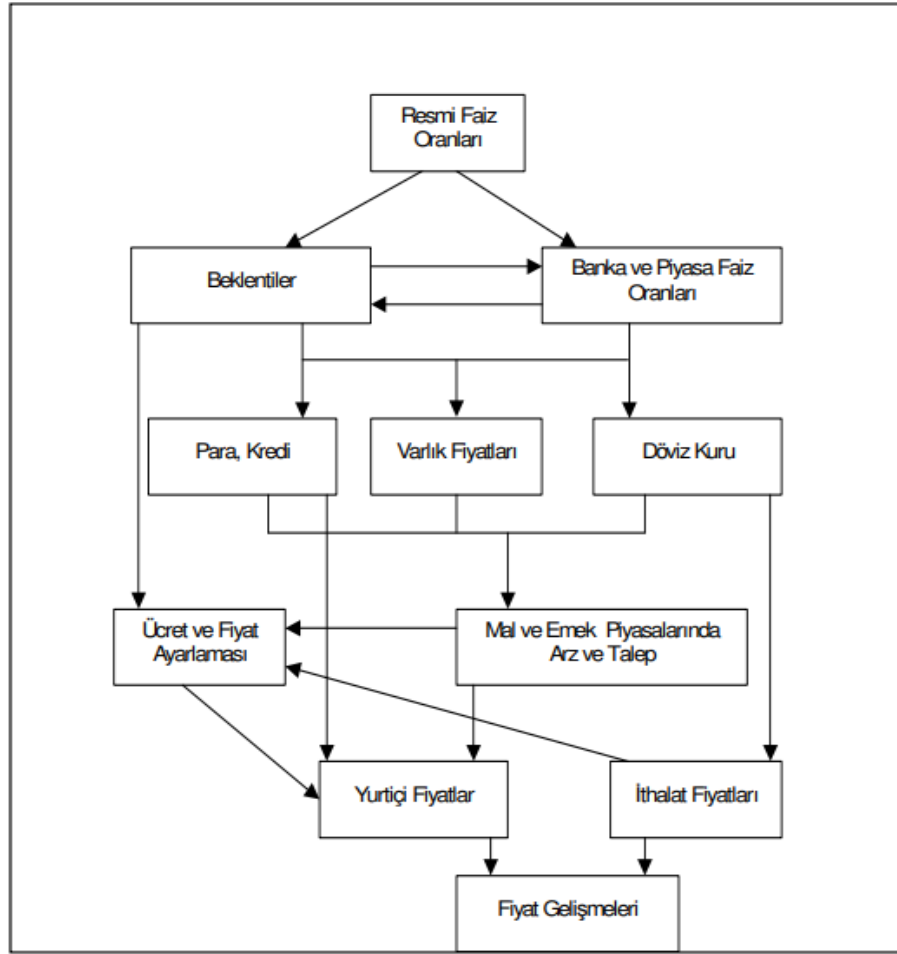
Miktarsal genişleme politikasının piyasaya pozitif etkisi olmakla birlikte bazı maliyetlerin oluşmasına da sebep olabilmektedir. Burada merkez bankasının almış olduğu varlıkların büyük bölümünün uzun vadeli varlıklar olması sebebiyle, merkez bankası faiz riskleri ile yüz yüze gelebilmektedir. Bu yönüyle uzun dönemli varlık

alımlarının merkez bankasını tehlike altına sokabilmesi ihtimali bulunmaktadır. Bununla birlikte miktarsal genişleme politikasının bazı farklı tesirleri de olabilecektir. Söz konusu politika merkez bankasının bilançosunun çok genişlemesine neden olabilmektedir. Ortaya çıkan bu tablo ise özel sektörün kaynak dağılımı ile teşviklerin bozulmasına sebebiyet verebilmektedir. Burada bu risklerin ortaya çıkması ile söz konusu risklerin daha da büyümesi bu politikanın ne ölçüde kullanıldığına bağlı olacaktır (Perera, 2010: 17-18).

#### **1.4.2. Kredi Genişlemesi**

Küresel kriz koşullarında karşı karşıya kalınan durumlardan bir tanesi de kredi koşullarının etkinsizleşmeye başlamasıdır. Bu durum piyasanın da işlevini yitirmesine neden olmaktadır. Merkez bankaları bu koşulları ortadan kaldırabilmek adına kredi genişleme uygulamasında bulunmaktadır. Politika faiz oranının neredeyse sıfıra indiği ve bu nedenle parasal aktarım sisteminin yeterince çalışmadığı hallerde, likidite durumunu rahatlatmak maksadıyla yararlanılan bir sistem olarak karşımıza çıkmaktadır. Yapısal olarak dolaylı ve doğrudan kredi genişlemesi olarak iki alt grup olarak ele alınabilir (Cecchetti, 2016: 1; Kozicki vd., 2011: 14).

Şekil 6. Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: Önder, 2005.

Doğrudan kredi genişleme politikası, piyasa faiz oranlarını düşürmek ve finansman şartlarını daha kolay getirmek amacıyla varlığa dayalı menkul kıymet, ticari varlık ve şirket tahvilleri satın alarak direkt olarak kredi piyasasına merkez bankalarının müdahalede bulunması anlamına gelmektedir. Söz konusu politika aracı, bahsi geçen varlıkların merkez bankalarının para karşılığında direkt olarak satın alınmaları ile birlikte piyasanın likidite kazanmasına yardımcı olmaktadır. Bununla birlikte bankaların sorunlarla karşı karşıya kaldığı dönemlerde bu politikanın etkinliği daha çok olmaktadır (Perera, 2010: 19).

Dolaylı kredi genişleme politikası; merkez bankalarının bilançoları kapsamında risk üstlenerek direkt olarak satın almış oldukları varlıkları vadeleri gelinceye kadar ya da elden çıkarılincaya kadar tutulmasını ifade etmektedir. merkez bankaları bu politika kapsamında bilanço büyüklüklerini yükseltebilmek amacıyla piyasadaki varlıklar karşılığında bankalara uzun dönemli borç vermektedir. Bu

politika sayesinde merkez bankası, riski olmayan menkul kıymetler karşılığında piyasaya para kazandırmış olmaktadır. Piyasadaki likidite sorununun üstesinden gelinmesi dışında bu politika ile fonksiyonunu yitiren piyasanın yeniden aktif olmasını temin etmek ve risk faktörünü sınırlı bir düzeye çekmek arzu edilmektedir. Söz konusu politika ile kriz doğrultusunda aksamaya başlayan finansal faaliyetlerin tekrar olağan düzeye erişeceği düşünülmektedir. Bu açıdan dolaylı kredi genişlemesi, merkez bankasının bankalara uzun dönemli likidite temin etmesini ve borç vermesini sağlamak amacıyla kullanılan bir araç olmaktadır (Vural, 2013: 24; Arıcan, vd., 2014: 13; Perera, 2010: 19). Bu politika kapsamında bankalara fonksiyon kazandırılarak piyasa koşulları iyileştirilmeye çalışıldığını ifade edebilmek mümkündür.

Kredi genişleme politikası yapısal olarak miktarsal genişleme politikası ile benzeşen yönlere sahiptir. Fakat temel olarak kısa vadeli hazine bonolarının satılarak, bunların alternatifi olarak aynı vadedeki ticari varlıkların merkez bankalarınca alındığı bu politika kapsamında merkez bankasının bilançosunda bir değişim ortaya çıkmaması söz konusu olmakla beraber merkez bankasının varlıklarının genel olarak vade düzeylerinde de bir değişim ortaya çıkmamaktadır. Bu politikayla birlikte yalnızca riskli varlıklarının yerinin değişmesi söz konusu olmaktadır. Bu nedenle merkez bankasının büyüklüğünün değişmesinden çok merkez bankasının bilanço kompozisyonunda bir değişim ortaya çıkmış olmaktadır. Bu nedenle kredi genişleme politikasından yararlanan merkez bankaları, likit olmayan ve risk düzeyi fazla veya likidite düzeyi az varlıkları almakta ve bunlar yerine riski çok düşük ve likidite seviyesi oldukça fazla olan varlıkları satarak bilançonun dağılımını farklılaştırmaktadır (Cecchetti, 2016: 1; Kayava Tokucu, 2014: 6). Bu bakımdan bu politikada, merkez bankasının bilanço büyüklüğü korunmakta yalnızca bilançonun içeriği değişmiş olmaktadır.

2008 küresel krizi sonrasında gelişmiş ülkelerin merkez bankalarına kıyasla gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları tarafından kredi genişleme politikasının daha fazla kullanıldığı gözlemlenmiştir. Söz konusu politika aracının yararlandığı ülkeler kapsamında çoğunlukla erişilmek istenen piyasalar açısından pozitif etkilerin ortaya çıktığı ve bu bağlamdan piyasanın fonksiyonlarının artış gösterdiği ifade edilebilecektir (Perera, 2010: 25; Kozicki vd., 2011: 17-18). Kredi genişlemesi özellikle durgunlaşmaya başlayan piyasada kendini oldukça hissettirebilecektir.

### 1.4.3. Faiz Koridoru

Bankaların küresel krizle birlikte yaşamış oldukları güven kaybıyla birlikte likidite sorunları ortaya çıkmıştır. Bu süreç içerisinde operasyonel çevre kapsamında en fazla yararlanan likidite araçlarından birinin koridor uygulaması olduğu görülmüştür. Faiz koridoru sistemi kapsamında, merkez bankaları borç verme ve alma faiz oranlarını açıklamaktadır. Temelde borç alma faizi, faiz koridoru uygulamasının alt sınırını tespit eden oran olmaktadır. Söz konusu borç alma faizi, elinde likidite fazlası olan bankanın sahip olduğu likiditeyi merkez bankasına vermesi halinde merkez bankasının ona vereceği faiz oranını ifade etmektedir. Herhangi bir bankanın sahip olduğu fonu merkez bankası üzerinden sağlayacağı faiz oranının altında bir faiz oranında yatırması söz konusu olmaması nedeniyle buradaki faiz oranı aynı zamanda gecelik faiz oranını belirlemiş olacaktır (Özatay, 2012: 9; Bernhardsen ve Kloster, 2010: 1). Bankalar merkez bankasının verdiği orandan daha düşük bir oranda faiz almak istemeyeceği için gecelik faiz oranı tespit edilmiş olmaktadır.

Borç verme faiz oranıysa, söz konusu faiz koridorunun tepe noktasını tespit eden oran olarak karşımıza çıkmaktadır. Likidite sorunu yaşamakta olan bir bankanın kısa vadeli borçlanmak amacıyla merkez bankasına başvurup, merkez bankasının vermesinin kabul ettiği mevduatın faiz oranını ifade etmektedir. Bu açıdan bankalar, krediler bakımından yeterli ve makul teminat temin edebildiği sürece merkez bankası tarafından tespit edilen faiz oranının üzerinde bir faiz oranından borçlanma sürecine başvurmayacaktır. Bu nedenden dolayı borç verme faizi oranı gecelik faiz oranı açısından bir tepe noktasını meydana getirmektedir. Merkez bankalarınca belirlenen söz konusu bu koridor kapsamında borç verme veya alma süreci daha kolay hale gelmekte ve böylelikle faiz oranlarındaki dalgalanmalar önlenmektedir. Bu sayede finansal istikrarın sağlanması daha kolay hale gelmektedir (Özatay, 2012: 9). Merkez bankası verdiği borçla birlikte bankalara likidite temin etmiş olmaktadır.

Yapısal olarak faiz koridorunu merkez bankalarının borç alma ve borç verme arasında kalan bant oluşturmaktadır. Bu bakımdan önemli düzeyde likidite fazlasının olduğu bir finansal yapıda, faiz haddi dengesi niteliksel olarak merkez bankalarının borç alma faizine yakın bir yerde olacakken, likidite sorunun olduğu bir yapıda ise faiz haddi dengesi merkez bankalarını borç verme faizine yakın bir yerde bulunmak durumunda olacaktır. İktisadi yapıda likidite açığı ya da fazlasının devamlı olarak sürmesi hali durumunda ise, faiz haddi dengesinin koridor kapsamında çok

dalgalanması söz konusu olmayacaktır (Vural, 2013: 31). Faiz koridoru ile faiz oranının ne aralıkla olacağını bilmesi ile birlikte belirsizliğin de ortadan kalktığını ifade edebilmek mümkündür.

Faiz koridoru uygulaması yapısal olarak açık piyasa işlemlerine ihtiyaç duyulmaksızın sadece faiz koridorunun farklılaştırılması ile merkez bankalarının para politikalarını değiştirebilme imkanı sağlamaktadır. Özellikle merkez bankaları bu bağlamda bu araçtan yararlanarak küresel krizin sebep olduğu belirsizlikleri ortadan kaldırmak ve faiz oranlarını değişen şartlara adapte edebilmeyi hedeflemişlerdir.

#### **1.4.4. Zorunlu Karşılık Uygulaması**

Zorunlu karşılık uygulaması, mevduat toplayan kurumların merkez bankası kapsamında nakit, menkul kıymet veya mevduat gibi kaynaklarına karşılık olarak tutması gereken nakitleri ilgilendiren bir uygulama olarak karşımıza çıkmaktadır. Merkez bankaları fazla kredi veya likidite büyümesi ile ortaya çıkabilecek risklere yönelik olarak korunmak amacıyla zorunlu karşılık uygulamalarını kullanmaya başlamışlardır. Bununla birlikte merkez bankaları temin ettiği kredi miktarlarını düzenleyebilmek ve kısa dönemde faiz oranları kapsamında orta çıkan dalgalanmaları kısıtlayabilmek adına zorunlu karşılık uygulamalarını kullanmayı tercih etmişlerdir (Lim vd., 2011: 67; Demirhan, 2013: 580). Burada merkez bankası yaptığı değişiklik üzerinden mevduat dağılımına etki ederek piyasadaki likidite durumuna müdahale etmiş olmaktadır.

Merkez bankalarının yararlandığı zorunlu karşılık uygulamasının, likidite yönetimi açısından son derece önemli bir rolünün olduğunu ifade edilmesi mümkündür. Merkez bankaları piyasada ortaya çıkan likidite açığı ya da likidite fazlasını engelleyecek biçimde zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek, ortaya çıkan tablonun döviz kurlarına ya da faiz oranlarına yönelik bir gerginlik oluşmasına engel olabilmektedir. Bu açıdan küresel kriz esnasında merkez bankaları açısından bu uygulama önemli bir likidite yönetim aracı olarak kullanılmıştır. Merkez bankası açık piyasa işlemleri ile likiditeye etki edebildikleri halde kalıcı niteliği olan yapısal sorunların aşılması amacıyla zorunlu karşılık uygulamasını kullandıkları gözlemlenmiştir (Robitaille, 2011: 4; Alper ve Tiryaki, 2011: 2). Burada merkez bankası doğrudan piyasadan para çekmemekte veya doğrudan piyasaya para



vermemektedir. Burada mevduat toplayanlar üzerinde müdahalede bulunarak piyasasının likiditesini artırmakta veya azaltmaktadır.

Geçmişte merkez bankalarının para politikasını faiz oranları üzerinden sürdürdükleri gözlemlenmiştir. Bu nedenle zorunlu karşılık oranlarının 1980'li yıllarda oldukça sınırlandırıldığı görülmüştür. Bununla birlikte bu sınırlamanın farklı bir sebebi ise zorunlu karşılık uygulamalarının bankalar üzerine bazı maliyet getirmesiydi. İfade edilen bu nedenler merkez bankalarının zorunlu karşılık oranı yerine kısa vadeli faiz oranına odaklanmalarına neden olmuştur. Fakat 2008 yılında ortaya çıkan küresel kriz ile birlikte zorunlu karşılıklar genel olarak merkez bankaları tarafından tercih edilmiş ve dalgalanmaların ortaya çıktığı söz konusu dönemlerde bu enstrümanın daha fazla tercih edildiği görülmüştür. Yapısal olarak zorunlu karşılık uygulamaları makro iktisadi istikrarı yakalayabilmek adına küresel kriz sırasında ve sonrasında bir araç olmaya başlamış ve geçmişe nazaran daha fazla yararlanılan bir araç haline almıştır (Lim vd., 2011; 67; Alper ve Tiryaki, 2011: 3; Vural, 2013: 28-29). Günümüz şartlarında merkez bankalarının faiz oranlarında bir değişiklik yapmak istemediklerinde zorunlu karşılık oranlarında değişikliklere gittikleri gözlemlenmektedir.

#### **1.4.5. Teminat Çeşitlendirmesi**

Teminat, merkez bankaları tarafından kredi riskinin belli bir düzeyde tutunabilmesinin sağlanması amacıyla kullanılan araçlardan biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Yapısal olarak bu araçların para politikası bakımından da ayrı bir önemi bulunmaktadır. Özellikle finans sistemi kapsamında teminat kullanımının 1990'lı yıllarla birlikte artış gösterdiği gözlemlenmiştir. Merkez bankalarınca finans sistemi ve bankalara teminat karşılığında kredi sunmasının neden olduğu bazı farklı görüşler bulunmaktadır. Bu görüşlerin ise şu şekilde ifade edilebilmesi mümkündür (Cheun vd., 2009: Özdemir, 2010: 15):

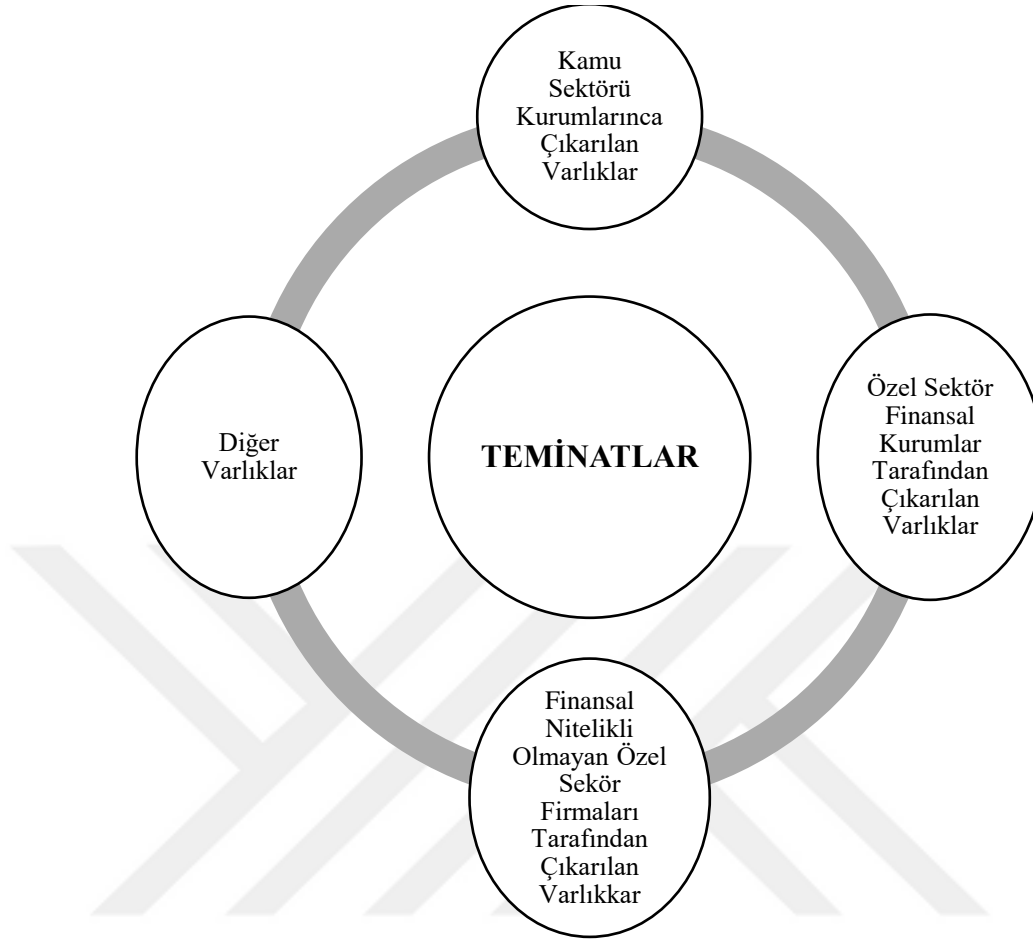
- Teminatlı krediler, merkez bankaları kapsamındaki tüm karşılıklarda aynı oranlı kredi temin edilmesini mümkün kılarak para politikasının makul devam etmesine destek olmaktadır.
- Merkez bankaları teminatlandırılan kredi ile birlikte karşı karşıya kalınabilinen operasyonel karışıklığı düşürebilirler. Bununla birlikte

teminatlandırılmayan kredi merkez bankalarının hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkelerine uygun olmamaktadır.

- Teminatlı krediler merkez bankalarını ortaya çıkabilecek mali kayıplardan koruyabilmekle beraber bu krediler teminatsız krediler yerine oldukça tercih edilmektedir.
- Merkez bankaları teminatlar karşılığında bir faaliyette bulunarak, para politikası uygulamaları kapsamında tarafı olmayan bir davranış gösterebilmektedirler.
- Merkez bankaları teminat karşılığında bir faaliyette bulunarak, para politikası uygulamaları kapsamında belli bir tarafı olmayan bir tutum ve davranış ortaya koyabilmektedir.

Yapısal olarak kabul edilen teminat varlıklar Şekil 7’de gösterildiği gibi sınıflandırılmaktadır.

Şekil 7. Türüne Göre Teminat Türleri



Kaynak: BIS, 2013: 15.

Küresel krizle beraber risk algılarında bazı sorunlar ortaya çıkmış, söz konusu sürecin sonrasında piyasa ortaya çıkan güven kaybı ve risk primlerindeki artışlarla birlikte likidite problemleri açığa çıkmaya başlamıştır. Bununla birlikte bankaların giderek artış gösteren likidite gereksinimleri ile beraber finansal piyasanın genişlemesi ve piyasadaki gerginliğin artması ile merkez bankaları farklılaşan operasyonel gereksinimlerini gidermek için teminat politikalarını değerlendirmek durumunda kalmışlardır. Söz konusu süreç kapsamında teminat politikaları üzerine farklı nitelikler de eklemişlerdir. Kriz sürecinde kredi kalitesi, varlık türü gibi öğeler açısından teminatların daha kapsamlı bir süreci kabul edilmiştir. Bu sayede kriz sonrasında, pek çok merkez bankası operasyonel yapılarını daha geniş hale getirmiş, farklı teminat türleri temin etmiştir (BIS, 2013: 1; Karl 2011: 8).

Gelişmekte olan ve gelişmiş pek çok ekonomi kapsamında önemli bir politika aracı olarak teminat çeşitlendirilmesinin kullanıldığı görülmüştür. Bu bağlamda bu

politikaları özellikle teminatlarını genişletmek isteyen merkez bankalarının kullandığı gözlemlenmiştir. Farklı teminatlar üzerinden finans sisteminin likiditesi artırılmıştır. Bu açıdan küresel krizle birlikte merkez bankalarının operasyonel çevrelerini farklılaştırdığını ifade edebilmek mümkün olmaktadır.

#### **1.4.6. Faiz Taahhüdü**

Merkez bankalarının iletişim politikaları piyasa üzerinde de etkili olabilmektedir. Özellikle finansal sistemin zarar gördüğü ya da para politikası araçlarının etkinliklerini yitirdikleri süreçlerde merkez bankaları düzgün bir iletişim politikası ile birlikte iktisadi yapının gidişatını arzu ettiği bir biçimde sürdürebilmektedir. Bu bakımdan merkez bankalarının sürdürdüğü iletişim politikaları hem küresel krizler esnasında hem de küresel krizler sonrası önemli hale gelmektedir. Burada özellikle kriz sırasında ekonomik birimlerin belirsizlikten etkilenerek reel veya finansal yatırımlarını durdurabilmesi mümkün olmaktadır. Bu tabloda merkez bankaları ise önceden bazı piyasaya ve iktisadi birimlere bazı taahhütlerde bulunarak piyasasının ve faiz oranlarının istikrar içinde hareket etmeyi sürdürmesine yardımcı olabilmektedir. Bu açıdan faiz taahhüdü politikası niteliksel olarak merkez bankasının ilerleyen dönemdeki politika tepkilerine yönelik olarak toplumu bilgilendirmesi sürecini ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle faiz taahhüdü politikası; merkez bankalarının belli bir zaman dilimi kapsamında kısa vadeli faiz oranını düşük düzeylerde tutacağı yönünde taahhüt vererek piyasaya etki etmesini açıklamaktadır. Burada uzun vadeli faiz oranının kısa dönemli faiz oranlarından etkilenerek ortaya çıktığının da unutulmaması gerekmektedir. Bu yönüyle merkez bankaları uzun vadeli faiz oranlarına da etki edebilmiş olmaktadır (Kaya ve Tokucu, 2014: 8; Vural, 2013: 28). Merkez bankalarının piyasayı düzenleyici kurumlar olması, ifade ettiklerinin de piyasayı biçimlendirmesine neden olabilmektedir. Bu açıdan faiz taahhüdü ile piyasanın biçimlendirilebilmesi mümkün hale gelmektedir.

Olağan şartlar kapsamında da faiz taahhüdü politikasının kullanıldığı gözlemlenmiştir. Küresel krizle beraber gecelik faiz oranlarının neredeyse sıfır olduğunda, faiz taahhüdü uygulaması ile birlikte merkez bankaları ilerleyen dönemde para politikasının ne biçimde biçimleneceği ile ilgili olarak piyasayı bilgilendirmiş ve böylelikle uzun vadeli faiz oranını biçimlendirmişlerdir. Bununla ilgili olarak merkez bankası bu yöntemle birlikte faiz oranlarını olağanın dışında düşük tutacağı

taahhüdünde bulunduğunda uzun vadeli faiz oranlarının da düşmesine neden olabilecektir. Bu sayede bu politika ile toplam talebin artmasına sebep olan bir etki temin edebilmektedir. Fakat merkez bankasının vermiş olduğu taahhüt enflasyon oranının beklentinin üzerinde olmasına sebep olabilmektedir. Bu şartlarda merkez bankasının düşük faiz taahhüden uzaklaşarak faiz oranını artırması gerekli olabilmektedir. Bu yönüyle merkez bankalarının bu taahhütte bulunmadan önce enflasyon oranına dikkat etmesi önemli olmaktadır. Bunun dışında bu taahhüdün etkili olabilmesi açısından güvenilirliğinin olması da son derece önemli olmaktadır (Vinals vd., 2013: 13; Vural, 2013: 27-28).



## İKİNCİ BÖLÜM

### KRİZ VE KRİZ DÖNEMLERİNDE DÜNYADA GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI

Küresel finansal kriz kavramının anlaşılması açısından ilk olarak finansal kriz kavramının anlaşılması gerekmektedir. Finansal krizler genel itibariyle finansal piyasalar kapsamında ortaya çıkan aşırı fiyat dalgalanmalarının ya da bankacılık sistemine geri dönmeyen kredilerin oldukça fazla artış göstermesiyle birlikte iktisadi yapıda sorunların oluşması anlamına gelmektedir (Kibritçioğlu, 2001: 2). Bir diğer tanımda finansal kriz, finans piyasasının elindeki fonları verimliliği en fazla olan kesimlere etkin bir şekilde transfer edememesi neticesinde, etik tehditlerin ve düzgün seçim sorunlarının giderek daha kötü hale geldiği piyasalarda ortaya çıkan bir bozukluk olarak ifade edilmiştir (Oktar ve Dalyancı, 2010: 4).

İletişim ve teknolojiadaki gelişimlerle birlikte finansal piyasalarda faaliyetlerde bulunmanın hızı artmakla birlikte maliyetleri giderek de azalmıştır. Bu durum ise finansal piyasalara pozitif yönde yansımıştır. Fakat bu pozitif etki finansal piyasaların giderek yaygınlaşmasını sağlamakla birlikte finansal piyasalarda ortaya çıkan sorunların da hızlı bir biçimde yaygın hale gelmesine neden olmuştur. Bu yanıyla finansal piyasalarda ortaya çıkan küreselleşmenin, bilgi teknolojilerindeki yeniliklerin finansal piyasaları geliştirdiği gibi finansal krizlerin de yaygınlığını geliştirdiğini ifade etmek mümkündür (Öztürk ve Gövdere, 2010: 379). Bu açıdan 2008 yılında finansal piyasalarda yaşanan finansal krizin, günümüzde finansal piyasaların birbirlerine çok bağlı olması sebebiyle küresel boyut kazanması söz konusu olmuştur.

Finansal krizlerin tamamının aynı olduğunu ifade edebilmek mümkün olmamaktadır. Ancak bu krizlerde büyüme yapıları, fiyatların artış göstermesi, cari açıklar gibi konularda benzerliklerin olduklarını ifade edebilmek mümkündür. Bu yönüyle 2008 yılında yaşanan küresel krizin de yapısal olarak önceki dönemlerde karşılaşılan finansal krizlerle bazı benzer yönlerinin olduğunu ifade edilmesi mümkündür. Söz konusu benzer yönler içerisinde finansal kurumların bilançolarındaki bozulmalar, varlık fiyat balonları ve finansal yeniliklerin düzgün yönetilmemesi gibi öğeler yer almaktadır. Bu benzer özelliklerin aynı zamanda 2008 krizinin temel

faktörleri oldukları da gözlemlenmektedir (Bayar ve Kılıç, 2012: 184). Bu yanıyla krizlerin bazı ortak yanlarının olduğunun ifade edilmesi mümkündür.

Küresel krizler, yapısal açıdan krizlere benzerlik göstermekle birlikte krizlere nazaran daha büyük boyutlu olup, küresel finans sistemi kapsamında büyük felakete neden olabilmektedir. Tarihsel süreç incelendiğinde Büyük Buhran da içinde olmak üzere 2008 yılında yaşanan kriz en büyük küresel kriz olarak karşımıza çıkmaktadır (Öztürk ve Gövdere, 2010: 379). Özellikle yaşanan bu küresel krizin bankacılık krizlerinden farklı yanı, içerisinde fazla miktarda kompleks türev ürünlerin olmasıdır. Globalleşme ile birlikte ise bu enstrümanlarda ortaya çıkan sorunlar tüm dünyaya süratle yayılmıştır (Bakar ve Tokathoğlu, 2012: 482-483). İletişimde, dış ticarete ortaya çıkan gelişmeler ile sermayenin serbest dolaşımı ile birlikte 2008 krizinin hızla tüm dünyaya etki ettiğini ifade edebilmek mümkündür.

### **2.1. Kriz Kavramı**

Kriz sözcüğü temel olarak, karar ya da farklılaşma anlamlarına geldiği belirtilmektedir. Türkçe’de kriz kelimesiyle eş anlamlı olarak buhran ve bunalım gibi kelimelerin kullanıldığı gözlemlenmektedir. Bununla birlikte niteliksel olarak kriz kavramının ekonomik, toplumsal ve siyasi olarak kullanılmaya başlanması ise 1800’lü yılların ortalarına kadar dayanmaktadır. Dolayısıyla iletişim, siyaset bilimi ve ekonomide yapılan çalışmalarda kriz kavramının üzerinde oldukça durulduğu gözlemlenmiştir (Okkay, 2019: 310). Olağan durumun dışına çıkılması halinde karşı karşıya kalınan farklı halin ifade edilmesi açısından kriz kavramının kullanıldığının ifade edilmesi mümkündür.

İktisadi açıdan kriz kavramı, ekonomi kapsamında beklenmedik ve ani bir biçimde ortaya çıkan olayların makro düzeyde ülkenin iktisadi yapısını, mikro düzeyde ise işletmeleri önemli düzeyde etkileyecek neticeler çıkması olarak ifade edilmektedir. Bu tanımlama aynı zamanda bir mal, üretim faktörü, hizmet ya da mali piyasalardaki miktar ya/ya da fiyatlarda makul görülen bir değişimin ötesinde meydana gelen şiddetli dalgalanmaları açıklamaktadır (Delice, 2003: 58). Yapısal olarak krizler finans sistemleri kapsamında açığa çıksalar da reel sektörü yani üretimde de kendilerini açığa çıkarmaktadırlar. Krizin yaygınlığı artıkça üretimde de daralmalar ortaya çıkar. Ekonomik krizler sırasında finansal kesimde ortaya çıkan zorluklardan çok üretim kısmında ortaya çıkan zorluklar daha önemli sonuçlar ortaya çıkarmaktadır.

Üretimde ortaya çıkan zorluklarla birlikte psikolojik, sosyal, iktisadi travmalar ve işsizlik gibi önemli problemler oluşmaktadır. Kriz uzadıkça krizi çözüme ulaştırmak güçleşmektedir (Eren ve Saraçoğlu, 2017: 89-90). Yapısal olarak ekonomik krizlerin tek yönlü olduğunu düşünmek mümkün olmamaktadır. Burada finansal yönden ortaya çıkan krizler bir süre sonra reel sektörü etkileyebilmektedir.

## 2.2. Kriz ve Küreselleşme

Günümüzde dış ticaretin giderek artması neticesinde ülkeler birbirlerine giderek bağımlı hale gelmiştir. Bu yönüyle ülkelerin kendilerinde bir ekonomik kriz olmasa bile ticaret ilişkisi kurduğu ülkelerde bir ekonomik krizin olması durumunda kendilerinin de ekonomik sorunla karşı karşıya kalmaları söz konusu olabilmektedir. Bu durum küreselleşen dünyada krizlerin de global bir nitelik kazanmasına neden olmaktadır. Küreselleşme ile birlikte krizlerin farklı ülkeleri etkileyebilmesi neticesinde gelişmekte olan ekonomilerde ortaya çıkan krizlerin gelişmiş ekonomileri ya da gelişmiş ekonomilerdeki krizlerin ise gelişmekte olan ekonomileri etkileyebilmesi söz konusu olmaktadır. Özellikle sermayenin serbest bir biçimde küresel olarak dolaşabildiği şartlarda bir ülkede çıkan krizin farklı ülkeleri etkileyebilmesi giderek daha doğal hale gelmiştir.

Küreselleşmenin etkisiyle firmalar da giderek şeffaf hale gelmek durumunda kalmaktadır. Özellikle küreselleşme ile birlikte firmaların her an bir riskle karşı karşıya kalabilme olasılıkları artmaktadır. Bu riskleri ön görebilmek isteyen işletme paydaşları firmaların daha da şeffaf olması yönünde firmaları zorlamaktadır. Bununla birlikte her kriz şartının firmalar açısından negatif olması gerekmemektedir. Krizi önceden sezebilen ve krizle ilgili bazı tedbirler alan firmaların ekonomik krizden fayda sağlayarak çıkabilmesi mümkün olabilmektedir. Küreselleşmede teknolojinin payı oldukça fazladır. Küresel krizlerden korunabilmek adına teknolojinin etkilerinden faydalanmak oldukça önemli olabilecektir. Burada teknolojinin aynı zamanda küresel açıdan ortaya çıkan krizleri iletme açısından sahip olduğu özelliği de göz önünde bulundurmak yerinde olacaktır.

Küreselleşme dünyanın global bir köy haline dönüşmesine yardımcı olmuştur. İnteraktif teknolojilerde ortaya çıkan gelişimle beraber mekan ve zamandan bağımsız bir rekabet ortamı ortaya çıkmıştır. Günümüzde tüketicilerin tercih seçeneklerinin e-ticaret faaliyetleri ile birlikte artış göstermesi rekabetin daha da büyümesine neden



olmuştur. Bu gelişmeler aynı zamanda tüketicilerin tüketim konusunda uzmanlaşmalarına neden olmuştur. Tüketiciler artık kalite, fiyat gibi öğeleri tek tek değerlendirerek alış veriş yapmakta ve bunlarla birlikte çevre ile sosyal konuları önemseyerek tercihlerini belirlemektedir (Okkay, 2019: 309-310). Bu şartlar küresel krizlerle ilgili olarak tüketicilerin de bilinçlenmelerine neden olduğunu ifade edebilmek mümkündür. Küreselleşme ile birlikte dünyadaki gelişmeleri takip edebilen tüketiciler krizlerden de haberdar olarak kendilerini gelişmelere göre koruma eğilimi içinde olabilmektedir.

### **2.2.1. Küresel Krizin Sebepleri**

Küresel finansal krizlerin ortaya çıkmasında pek çok etmenin etkili olduğunu ifade edebilmek mümkündür. 2008 krizinin oluşumunda öncelikli olarak ABD'deki mortgage sistemine dayalı menkul kıymet piyasalarında ortaya çıkan çöküşün kendini finansal piyasalar ile varlık piyasalarına hissettirmesinin etkisinin olduğunu ifade etmek mümkündür. Bununla birlikte ABD'de 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren finans sektörü dışındaki sektörlerin net borçlarının %50'sinden fazlasını yabancı krediler üzerinden temin etmeye başlaması krizin küresel hale gelmesinde etkin olan bir diğer faktör olmuştur (Perera, 2010: 5).

Gelişmiş ülkelerin genelinde ve ABD'de 2000 yılının sonlarında iktisadi hareketlerde bir yavaşlamanın olduğu ifade edilerek gevşek para politikasının uygulandığı ve buna bağlı olarak faiz oranların azaltıldığı gözlemlenmiştir. Ortaya çıkan bu tablo bankaların kısa ve uzun dönemli kredileri sayılarının artırmasına ve varlık fiyatlarının şişmesine neden olmuştur. Kredi artışlarında özellikle konut kredilerinin oldukça fazla arttığı gözlemlenmiştir. Bu konut kredilerindeki artışta finansal piyasalardaki nakit bolluğu etkili olmuştur (Yılmaz, 2008: 1). İnsanların paranın bol olduğu dönemlerde önemli bir harcama kalemi olan konuta yönelmesinin oldukça olağan bir durum olduğunu söylemek mümkün olmaktadır.

Küresel finansal krizin en büyük etkenlerinden biri olan konut kredileri yani mortgage kredilerinin, temelde üç grup altında ele alındıkları gözlemlenmiştir. Bu gruplar şu şekilde ifade edilebilir (Gorton, 2008: 4-5):

- A kalite ya da birinci kalite grup: Üst gelir grubunu yani en kaliteli grubu ifade etmektedir.

- Alt-A (Alternatif-A): Birinci düzey kredi kalitesi bulunmayan, orta gelir grubunu açıklamaktadır.
- Subprime: En alt gelir sahibi grup, en risk

ABD’de mortgage kredilerin başlarda, en düşük risk grubunda olan kesimlere daha fazla verildikleri gözlemlenirken, süreç içerisinde kredilerin riskli gruplara da verilmeye başladığı gözlemlenmiştir. Bu nedenle zaman içerisinde subprime mortgage kredilerinin giderek artış gösterdiği gözlemlenmiştir. 2008 yılına doğru 10 trilyon dolara erişen mortgage piyasası dünyadaki en büyük piyasa haline gelmiştir (Afşar, 2011: 153). Bu yönüyle ABD’de mortgage dayalı menkul kıymet piyasası farklı sabit gelirli sektörlerden daha büyük bir yapıya sahip olmuştur (Weaver, 2008: 22).

Subprime mortgage kredisi yapısında ilk başlarda piyasada çıkan değişikliklerden pek etkilenmemiştir. Ancak 2006 yılı sonralarına doğru kredi yapılarında ortaya çıkan değişimler, kredilere uygulanan faizlerin sabit faizden değişken faize çevrilmesi kredi alan bireylerin kötü yönde etkilemiştir. Bu süreç içerisinde kredi alan bireylerin gelirlerinde herhangi bir artışın olmaması bu bireylerin kredi ödemeleri yapabilmelerini oldukça zorlaştırmıştır. Bununla birlikte söz konusu dönemde belli bir geliri olmayan bireylere bile kredi verildiği gözlemlenmiştir. Bunlar dışında bankaların mortgage kredilerini artırmak adına kredi çeşitlendirmesi yapmaları, ödeme gücü olmayan bireylerin bile kredi almasına sebep olmuştur (Korkmaz ve Tay, 2010: 7-8). Mortgage kredilerinin bollaşması giderek daha fazla ev alınmasına neden olmuş ve bu durum ev fiyatlarının artmasına sebep olmuştur.

2006 yılına gelindiğinde ABD’de yükselen ev fiyatları giderek düşüş yaşanmaya başlamıştır. Ev ve varlık fiyatlarında ortaya çıkan bu azalışlar iktisadi yapıdaki zayıflamanın etkisiyle birlikte hız kazanmıştır. Neticede ise finansal kurumların bilançoları da giderek kötüleşmeye başlamıştır (Mishkin, 2009: 6). Ev ve konut fiyatlarındaki hızlı düşüşler, ev ve konut değerlerinin mortgage kredilerinin altına inmesine sebep olmuş ve bu durum bu kredilerin ödenememe riskinin artmasına sebep olmuştur. Kredisini ödemeyen bireylerin pek çoğunun evleri icra üzerinden satışa sunulmuştur. Bu süreçte değişken faizli ipotek kredilerinin faiz oranlarının da yükseldiği gözlemlenmiştir. Faizlerde yaşanan bu artış ise kredi geri ödemelerinin güçleşmesine sebep olmuştur (Erdönmez, 2009: 86).

Küresel finansal krizin bir diğer önemli etkisi kendini menkul kıymetleştirme sürecinde ortaya çıkarmıştır. Menkul kıymetleştirme, bir firmanın bilançosunda yer alan likit olmayan alacakların birbirleriyle benzeyen olanları ile biraraya getirerek,

kredi temin eden işletmeler aracılığıyla sermaye piyasalarına menkul ihraç etmesi ve ödemelerin ise biraraya getirilen alacakların üzerinden geri ödenmesi anlamına gelmektedir (Hakyemez, 2012: 2). Bu açıdan menkul kıymetleştirme faaliyetine, parasal formda yani likit olmayan varlıkların satılabilir veya pazarlanabilir bir biçime dönüştürülmesi işlemi olarak ifade edilebilir. Menkul kıymetleştirme faaliyetleriyle birlikte bankalar yasal sermaye yükümlülüklerine yönelik kolaylıklar, yüksek getiri iştahı, risk üstlenmeden ya da daha çok mevduata gereksinim duymadan kredileri finanse edebilme olanağı ve risk paylaşımı imkanlarına sahip olmaktadır (Alantar, 2008: 3). Ortaya çıkan bu tablo ise menkul kıymetleşmenin global olarak yaygın bir şekilde kullanılmasına sebep olmuştur. 2008 yılı global finansal krizi öncesinde pek çok bireyin ve kurumun menkul kıymetleştirme üzerinden olması gerekenden çok daha fazla kredi aldığı bilinmektedir. Bu tablo neticesinde bankaların ellerinde kredi tutarlarının üzerinde değerler bir araya gelmiştir. Sonuçta ipotek edilen malın piyasa değeri ile kredi riski arasında bir değer ortaya çıkmış ve çıkan bu fark ise bankalar üzerinden iktisadi yapıya dahil edilmiştir (Sarpkaya, 2009: 49).

Menkul kıymetleştirme finansal sistemde çok süratli bir şekilde bozulmanın olmasını tetiklemiştir. Bunun nedeni konut kredisi riskinin krediyi temin eden bankalar üzerinde kalmaması ve söz konusu risklerin menkul kıymetleri alan bireylerin üzerine yüklenmiş olmasıdır (Özatay, 2011: 117). Ortaya çıkan bu süreçte konut kredi veren bankaların, kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirip hepsini veya bir bölümünü mortgage ya da yatırım bankalarına sattıkları gözlemlenmiştir. Kriz ortaya çıkınca bu kredilerin geri ödemelerinde zorluklar yaşanmaya başlayınca menkul kıymetleştirme süreci finansal yapıya negatif yönde etki etmiştir (Alantar, 2008: 3).

Küresel finansal krizin oluşmasının bir diğer önemli sebebi de özellikle ülkelerin finans sistemlerinde olması gereken düzenleme ve denetimlerin yeterli olmamasıdır (Kibritçioğlu, 2011: 5). Ülkelerin denetleyici ve düzenleyici kurumlarının ekonomik şartlarda karşı karşıya kalınan problem ve riskleri olması gereken düzeyde takip edemedikleri ve değerlendiremedikleri ifade edilmektedir. Yetersiz denetim ve kontrollerin ise etkin olmayan yapısal reformlar ile makroekonomik politikalarla bir araya geldiğinde ekonomik yapının daha da kırılgan bir biçim aldığı belirtilmektedir (Tiryaki, 2012: 86).

Finans sektöründe ortaya çıkan risklerin genel olarak bir kurum üzerinde toplanması yerine piyasasının geneline yayılması ortaya çıkacak sorunların azaltılması ve finansal krizlerin etkilerinin düşürülmesi adına kullanılacak önemli bir faktör

olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu tür düzenlemelerin gölge bankacılık ismiyle anıldığı bilinmektedir. Gölge bankacılık faaliyetleri finansal krizlerin etkilerini azaltmakla birlikte ticari bankaların daha fazla fon bulmalarını temin ederek bu bankaların daha çok kredi verebilmelerine de imkan vermektedir (Doruk, 2014).

### **2.1.2. Kriz Süreci**

Kriz süreçlerinin ifade edilmesi açısından yakın zamanda karşı karşıya kalınan 2008 küresel kriz döneminde yaşananların ifade edilmesi yerinde olacaktır. Bu küresel kriz sürecinde önemli olaylardan biri Lehman Brother Yatırım Bankası'nın 15.09.2008 tarihinde batmış olmasıdır. Özellikle bu bankanın batmış olması finans sistemine olan güvenin sarsılmasına neden olmuş ve sisteme olan güvenin sarsılması ise bu küresel krizin daha da güç kazanmasına neden olmuştur. Ortaya çıkan bu tablo içerisinde AIG sigorta şirketinin kamusallaştırıldığı görülmüştür. Fakat bu kamusallaştırma bile piyasadaki korkuyu hafifletememiş ve kurum ile bireylerdeki panik daha da artmıştır. Artan bu panik ise dalga dalga global bir paniğin ortaya çıkmasına neden olmuştur (Tiryaki ve Ekinci, 2015: 2; Coşkun, 2009: 27). Lehman Brothers'ın iflas ederek kapanması ABD'de başlayan krizin diğer ülkelere yayılmasına neden olmuş ve Euro borç krizinin meydana gelmesini sağlamıştır. Böylelikle kriz tüm Avrupa'ya yayılmıştır (Collignon vd., 2012: 5). 2008 krizinde önemli kurumların batmasının insanların güven duygusunun yitirmesine neden olduğu ve bu durumun ise global krize sebebiyet verdiğini ifade edebilmek mümkün olmaktadır.

2008 kriziyle birlikte dünyada özellikle 1980'lerden itibaren yaşanan en büyük durgunluk ortaya çıkmıştır. Bu süreçte başta ABD'de kredi piyasasının fonksiyonunda, risklerin dağılımlarında ve risklerin yükselmesinde önemli bozulmalar ortaya çıkmıştır. Krizin dünya genelinde etkilerinin hissedilmesiyle birlikte uluslararası ticarete ortaya çıkan durgunluk, stoklardaki düşüşler, yatırım planlarındaki azalmalar reel sektör üzerindeki baskının giderek daha da artmasına neden olmuştur (Perera, 2010: 8; Reinhart ve Rogoff, 2008: 4). Krizin dünya genelindeki etkileri kendini 2008 yılının son üç aylık döneminde hat safhada hissetmiştir. Krizin bu kadar hissedilir ve hızlı olması yapısal olarak belirsizlik ortamını ortaya çıkarmış ve ortaya çıkan bu belirsizlik ortamı ise kredi sisteminde bozulmalara neden olmuştur. Bu şartlar altında ise üretici kesimin borçlanma imkanları oldukça azalmış ve bununla birlikte borçlanma maliyetleri oldukça

büyümüştür. Benzer biçimde birçok ülke kapsamında üretim kesiminde oldukça düşüşler yaşanmış, işsizlik ortaya çıkmış ve büyüme oranları düşmüştür (Perera, 2010: 8; Yılmaz, 2009: 3). Finans sektörü kapsamında ortaya çıkan bir krizin büyüyerek global bir hal alması ve bu krizin dünya çapındaki tüm üretimi etkilemiş olması son derece önemlidir. Bu durum aynı zamanda finansal sektör ile reel sektörün yakın ilişki içinde olduğunu da göstermektedir.

Kriz sürecinde bazı ülkelerin krizden uzaklaşabilmek adına ihracata yöneldikleri görülmüştür. Fakat ekonomik yavaşlamanın global olarak ortaya çıkması sebebiyle kriz, ihracatta yönelmeyle geçiştirilememiştir. Bu süreçte pek çok ülkede ihracat ve ithalatta önemli düşüşlerin yaşandığı da görülmüştür.

### **2.1.3. Krizin Sonuçları**

Krizin neticeleri 2008 yılı küresel krizi üzerinden değerlendirilirse, bu kriz neticesinde iktisadi yapılarda oldukça büyük bir daralma yaşanmıştır. Bu krizle birlikte resesyona ortaya çıkmış ve ek maliyetlerle birlikte üretimde kayıplar yaşanmıştır. Üretimde yaşanan kayıplar işsizlik sorununun da ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu süreçte kamu bütçeleri kapsamında da önemli bozulmalar olduğu görülmüştür. Krizin sebep olduğu belirsizlik ve güvensizlik ortamı tüketimde ve yatırımda önemli azalmalara neden olmuştur. Söz konusu gelişmeler neticesinde ise iç talepte önemli düşüşler kaydedilmiştir.

Olağan şartlar altında FED faiz oranlarından yararlanarak gerekli görmesi durumunda bankalara likit temin ederek para politikasını yönlendirmektedir. 2008 kriz döneminde FED'in birçok politika aracından yararlanması söz konusu olmuştur. Olağan şartlarda uygulamaya konan politikaların etkili olduğu gözlenmiş olmasına rağmen 2008 krizi sırasında uygulamaya konan politikaların etkili olmadığı görülmüştür. Bu nedenden dolayı geleneksel politikaların bu süreçte reel sektör üzerinde etkili olduğu açıkça görülmüştür (Krugman, 2010: 160). Bu süreç parasal sistem kapsamındaki problemlerin tüm iktisadi yapının etkilemesini engel olacak yeni politikalar kullanılması gerektirdiğini ortaya çıkarmış olmuştur. 2008 kriziyle birlikte merkez bankaları, yararlandıkları geleneksel araçlar dışında geleneksel olmayan araçlar ve politikalarla da yararlanmaya başlamıştır.

Merkez bankaları açısından 2008 krizinin yeni bir dönemin başlangıcı olduğunu ifade etmek mümkündür. Bunun nedeni ise kriz sonrasında para politikası

sürecinin da kompleks gelmesi ve ortaya çıkan güçlüklerin süreçle birlikte artış göstermesidir. Bu nedenden ötürü kriz sonrasında finansal yapıda karşı karşıya kalınan durumlar, para politikasının daha da ayrıntılı ele alınmasını gerekli kılmıştır. Bununla birlikte para politikasının iktisadi yapıya etki etme süreci, finansal araçların çeşitlenmesi ve bankacılık faaliyetlerinin artması ile beraber daha da güç hale gelmeye başlamıştır (Mishkin, 2012: 38).

2008 krizinden önceki dönemlerde birçok ülkede ekonomik istikrarsızlığın en önemli sebebinin enflasyon olduğu düşünülmekteydi. Bu nedene bağlı olarak birçok ülkede enflasyon hedeflemesinin temel stratejilerden biri olarak kullanıldığı gözlemlenmiştir. Fakat karşı karşıya kalınan 2008 krizi ile birlikte uygulama değişmiş ve enflasyon en önemli problem olarak görülmemeye başlamıştır. Global piyasalarda ortaya çıkan bu tabloyla beraber merkez bankalarının üstlendikleri rollerde de değişim yaşandığı görülmüştür. Bu süreçte enflasyon oranının fazla olduğu ülkeler kapsamında enflasyon hedeflemesi sürecinin sürdürüldüğü gözlemlenirken, enflasyondan çok deflasyonun olduğu ülkelerde ise enflasyon hedeflemesi yerine düşük faiz ve para politikası ile birlikte enflasyon meydana getirme sürecinin yürütüldüğü gözlemlenmiştir (Eğilmez, 2015).

Kriz sonrasında gelişmiş ülkelerde çok sayıda genişleme paket uygulamalarının gözlemlenmesi, bu ülkelere sermaye girişlerinin artmasına sebep olmuştur. Ortaya çıkan sermaye girişleriye gelişmekte olan ülkelerin ulusal paralarının oldukça fazla değer kazanmasına neden olmuştur. Bu durum ise ülkelerin kendi içindeki kredi kullanımlarının artmasına sebep olmuştur. Ortaya çıkan bu tablonun ardından ise ülkelerin cari işlemler ve dış ticaret dengesinde önemli düzeyde bozulmaların ortaya çıkması söz konusu olmuştur. 2008 krizi sonrasında ise ortaya çıkan bu tabloda TCMB'nin iktisadi yapıyı kuvvetlendirmek ve risk iştahı kapsamında ortaya çıkan hızlı değişimleri engelleyebilmek adına kırılganlıklara hızlı tepki gösterebilecek esnek bir para politikası arayışı içinde olduğu gözlemlenmiştir. Görüldüğü gibi 2008 küresel krizinin ülkelerin para politikaları üzerinde önemli değişiklikleri olmuştur (Kara, 2012: 4).

Küresel krizin merkez bankalarının sürdürmüş olduğu para politikaları kapsamında önemli değişiklikler yapılmasına neden olduğunu ifade etmek mümkündür. 2008 krizi sonrasında merkez bankacılığı sürecinin ilerleyişi ile ilgili şu çıkarımlarda bulunabilmesi mümkündür (Mishkin, 2012: 3-6):

- Finansal yapı kapsamında ortaya çıkan aksaklıklar makro ekonomik verilerin doğrusallığına önemli düzeyde zarar verir. Burada Lehman Brothers'ın iflas etmesi sonrasında karşı karşıya kalına süreç finansal sistem ile makro ekonomik yapının doğrusal düzlem üzerinde olmadıklarını ortaya çıkarmıştır.
- Finansal sistem üzerinde ortaya çıkan bozulmalar uzun vadede iktisadi yapı kapsamında negatif etkiler ortaya çıkarmaktadır.
- Fiyatlar genel seviyesindeki istikrar finansal istikrarı garanti etmemektedir. 2008 krizi öncesinde genel fikir olan ürün ve fiyat istikrarını temin etmenin finansal yapıyı da pozitif yönde etkileyeceği düşüncesi, 2008 krizinde ortaya çıkan tabloda etkili olmamıştır. Fiyat istikrarının pozitif yönleri bulunsa dahi, global kriz sadece fiyat üzerine odaklı bir para politikasının pozitif iktisadi neticeler elde etmek açısından yeterli olmayacağını ortaya koymuştur.

2008 küresel krizinin etkilerinin görünmesi açısından yıllara göre büyüme oranlarının incelenmesi yerinde olacaktır. Bu açıdan Tablo 1'de bazı ülkelere göre yıllık büyüme oranları (GSYH) verilmektedir.

Tablo 1. Çeşitli Ülkelere Göre Büyüme Oranları (GSYİH)

Ülkeler/Yıl	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Avusturya</b>	3,67	0,86	1,69	0,87	2,59	2,4	3,67	3,71	1,4	-3,81	2,31
<b>Belçika</b>	3,67	0,81	1,36	0,81	3,27	1,73	2,7	2,9	0,96	-2,84	2,27
<b>Danimarka</b>	3,53	0,70	0,47	0,38	2,30	2,45	3,39	1,58	-0,78	-5,83	1,30
<b>Finlandiya</b>	5,32	2,28	1,83	2,01	4,12	2,92	4,41	5,34	0,29	-8,35	3,73
<b>Fransa</b>	3,68	1,84	0,93	0,90	2,54	1,83	2,47	2,29	-0,08	-2,73	1,48
<b>Almanya</b>	3,06	1,51	0,01	-0,38	1,16	0,68	3,70	3,27	1,08	-5,13	3,69
<b>Japonya</b>	2,86	0,18	0,26	1,41	2,74	1,93	2,04	2,36	-1,17	-6,29	4,00
<b>İsveç</b>	4,45	1,26	2,48	2,34	4,23	3,16	4,30	3,31	-0,61	-5,17	5,61
<b>İngiltere</b>	4,46	3,15	2,66	3,52	2,96	2,09	2,61	3,47	-1,10	-4,37	2,09
<b>ABD</b>	4,17	1,09	1,83	2,50	3,59	3,06	2,67	1,94	-0,02	-3,5	3
<b>İtalya</b>	3,65	1,86	0,45	-0,05	1,73	0,93	2,20	1,68	-1,16	-5,05	1,54

Kaynak: Işık ve Duman, 2012: 244.



Tablo 1’de görüldüğü 2008 yılı sonrasında 2009 yılında ele alınan ülkelerin büyüme oranlarının tamamı negatif yöndedir. Bilindiği üzere 2008 küresel krizi üretimde de kendini hissettirmiş ve olağanüstü bir durgunluk yaşanmıştır. Tablo 1’de de bu durgunluğun etkileri kendini açıkça 2009 yılı büyüme oranlarında ortaya koymuştur. Tablo 2’de ise çeşitli ülkelerin işsizlik oranlarına yer verilmiştir.

Tablo 2. Çeşitli Ülkelere Göre İşsizlik Oranları (%)

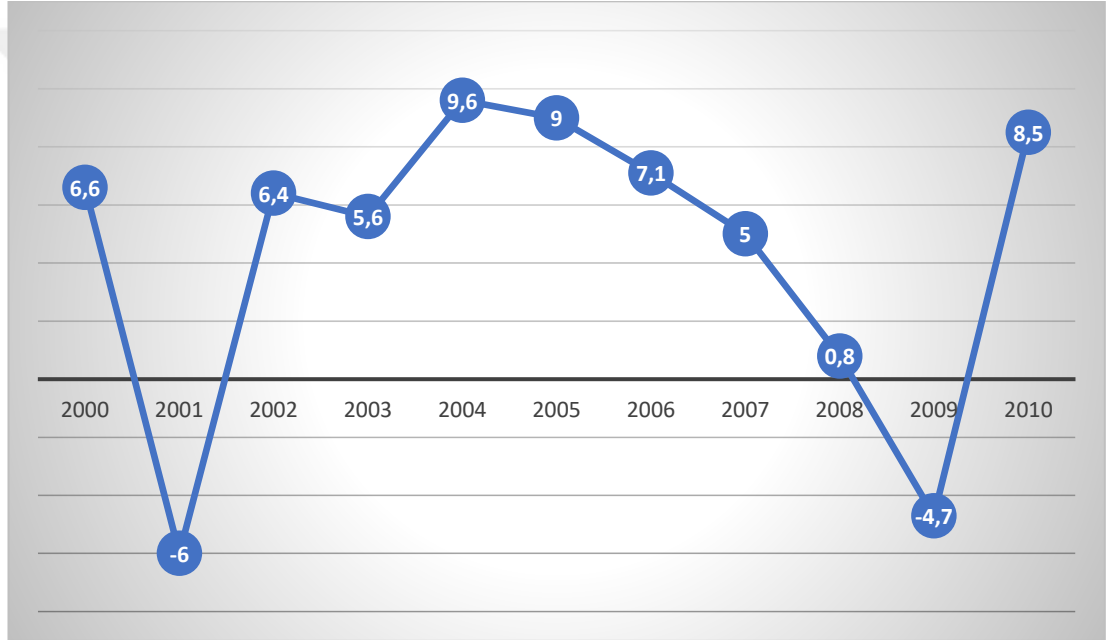
Ülkeler/Yıl	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Avusturya</b>	3,5	3,6	4	4,3	4,9	5,2	4,7	4,4	3,8	4,8
<b>Belçika</b>	6,6	6,2	7,5	8,2	8,4	8,4	8,2	7,5	7	7,9
<b>Danimarka</b>	4,5	4,2	4,6	5,4	5,5	4,8	3,9	3,8	3,3	6
<b>Finlandiya</b>	9,7	9,1	9	9	8,8	8,4	7,6	6,8	6,3	8,2
<b>Fransa</b>	10,2	8,6	8,7	8,6	9,2	8,8	8,8	8	7,4	9,1
<b>Almanya</b>	7,7	7,8	8,6	9,3	10,3	11,1	10,3	8,6	7,5	7,7
<b>Japonya</b>	4,8	5	5,4	5,2	4,7	4,4	4,1	3,9	4	5
<b>İtalya</b>	10,8	9,6	9,2	8,9	7,9	7,7	6,8	6,1	6,7	7,8
<b>İsveç</b>	5,8	5	5,2	5,8	6,5	7,7	7	6,1	6,1	8,3
<b>İngiltere</b>	5,5	4,7	5,1	4,8	4,6	4,6	5,3	5,2	5,3	7,7
<b>ABD</b>	4	4,7	5,8	6	5,5	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3

Kaynak: Işık ve Duman, 2012: 247.

Tablo 2 incelendiğinde seçili ülkelerde 2008 yılından 2009 yılına geçildiğinde genel itibariyle işsizlik oranlarında hızlı bir artış gözlenmektedir. Burada 2008 küresel krizinin etkileri etkileri kendini 2009 yılı işsizlik rakamlarında açıkça göstermiştir. İşsizlikten etkilenen ülkelerin başında ABD’nin geldiği gözlemlenmektedir. ABD’de 2008 yılında %5,8 olan işsizlik 2009 yılına gelindiğinde %9,3’e çıkmıştır. 2008 küresel krizinin ABD’de başlayarak dünyaya dalga dalga yayıldığı düşünüldüğünde

bu oranın bu kadar artmış olması gayet doğal olarak karşılanabilecektir. Seçili ülkeler içerisinde Almanya'nın dışındakilerin 2008 krizinden oldukça etkilendikleri gözlemlenmektedir. Şekil 8'de Türkiye'nin yıllara göre büyüme oranları gösterilmiştir. Şekil 8 incelendiğinde Türkiye'nin büyüme oranlarının 2001 ve 2009 yıllarında dip yaptığı gözlenmektedir. Bilindiği üzere 2001 yılında Türkiye kendi içinde büyük bir ekonomik krizle karşı karşıya kalmıştır. Bu durum 2001 yılında büyüme rakamlarına da yansımıştır. 2009 yılında yaşanan önemli düşüş ise 2008 yılında ABD'de başlayan giderek dünyaya yayılan küresel krizin etkileridir.

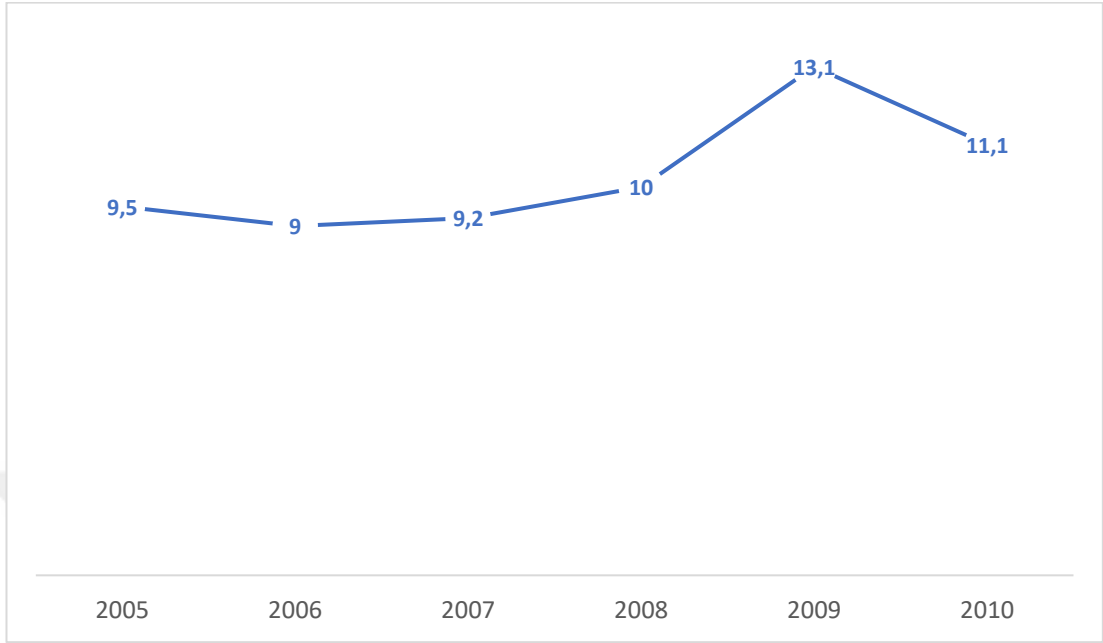
Şekil 8. Türkiye'nin Yıllara Göre Büyüme Oranları (GSYİH)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı Aylık Ekonomik Göstergeler-Ocak, 2020: 3.

Şekil 9'da ise yıllara göre Türkiye'nin işsizlik oranlarına yer verilmiştir. Şekil 9'da görüldüğü gibi küresel ekonomik krizin etkilerinin görüldüğü 2009 yılında Türkiye'nin işsizlik oranı %13,1'lere kadar ulaşmıştır. Genel itibariyle Türkiye'nin işsizlik oranları yüksek olsa da küresel krizin etkisiyle işsizliğin oldukça yükseldiği ortaya çıkmıştır.

Şekil 9. Yıllara Göre Türkiye'nin İşsizlik Oranları

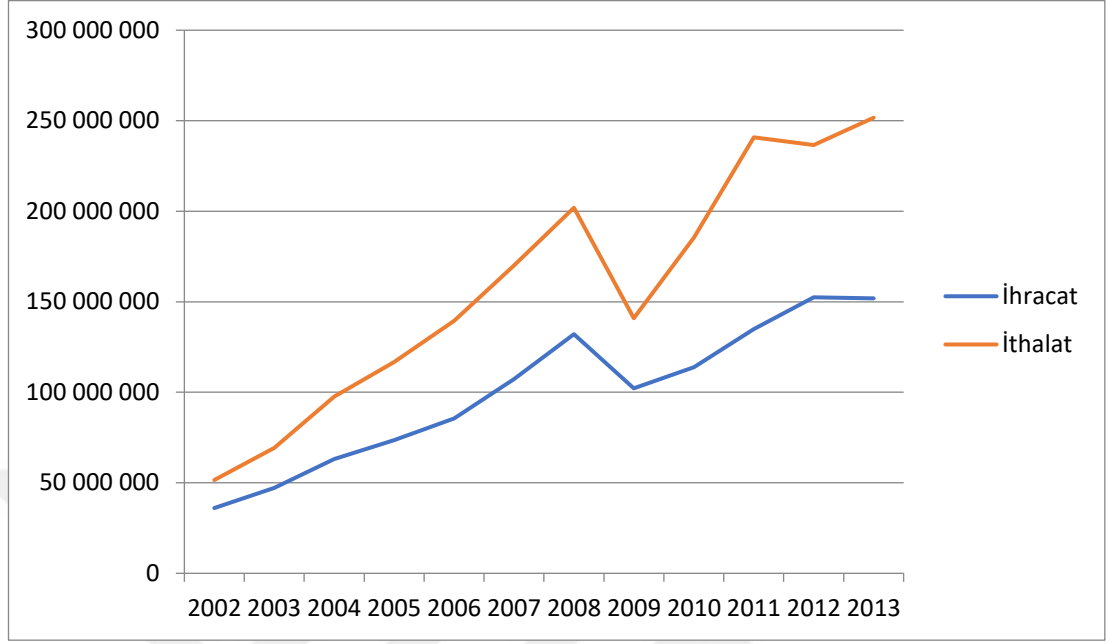


Kaynak: TÜİK İstatistikleri-Temel İstatistikler, <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist> (erişim tarihi: 31.01.2020).

Küresel krizin etkileri hissettirdiği bir diğer alanın dış ticaret olduğunun ifade edilmesi mümkündür. Burada ülkelerin kendi içlerindeki durgunluk hem yaptıkları ithalatı hem de yaptıkları ihracatı olumsuz yönden etkileyebilecektir. Şekil 10'da yıllar itibariyle Türkiye'nin ithalat ve ihracat değerlerine yer verilmiştir.

Şekil 10'da görüldüğü gibi Türkiye'nin yıllar itibariyle ithalat ve ihracat değerlerinin yükseldiği gözlemlenmektedir. Ancak 2008 küresel krizinin etkisiyle birlikte ithalat ve ihracat rakamlarının 2009 yılında hızlıca düşüş gösterdiği gözlemlenmektedir. Burada finansal krizin etkisiyle ortaya çıkan likidite eksikliklerinin kendini dış ticarete de hissettirdiği görülmektedir.

Şekil 10. Türkiye'nin Yıllara Göre İhracat ve İthalat Değerleri



Kaynak: TÜİK İstatistikleri-Temel İstatistikler,

<http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist> (erişim tarihi: 31.01.2020).

### 2.3. Dünyada Geleneksel Olmayan Para Politikalarına Genel Bakış

Dünya genelinde geleneksel olmayan para politikalarının uygulanmaya başlaması süreci genel itibariyle 2008 küresel krizi sonrasına denk gelmektedir. Bu bakımdan dünyada 2008 küresel krizi sonrasında geleneksel ve geleneksel olmayan politika araçlarını kullanan ülkeler ve bu ülkelerin kullanmış oldukları bu araçların sayısına Tablo 3'de yer verilmiştir.

Tablo 3. Ülkelerin 2008 Küresel Krizi Sonrasında Kullandıkları Geleneksel ve Geleneksel Olmayan Politika Sayısı

Ülkeler	Kullanılan Geleneksel Politika Araç Sayısı	Kullanılan Geleneksel Olmayan Araç Sayısı
ABD	8	5
İsveç	8	7
İngiltere	8	4
Güney Kore	5	6
Macaristan	7	5
Avustralya	5	5
Japonya	5	4
Endonezya	5	4
Yeni Zelanda	3	4
Polonya	4	4
Çin	6	3
Kanada	6	3
Brezilya	5	3
Norveç	5	3
Türkiye	9	2
Meksika	7	0
Güney Afrika	6	0

Kaynak: Öner, 2015: 49.

Tablo 3 incelendiğinde 2008 küresel krizi sonrasında en fazla geleneksel olmayan para politikası kullanan ülkenin İsveç olduğu görülmektedir. İsveç'i 6 ile Güney Kore izlemekte ve onun ardından 5 ile ABD gelmektedir. Burada Türkiye 2008 krizi sonrasında 9 tane geleneksel para politikası aracı kullanırken 2 tane ise geleneksel olmayan para politikası aracı kullanmaktadır. Burada dikkati çeken unsur 2008 küresel krizi sonrasında Güney Afrika ile Meksika'nın hiçbir geleneksel olmayan para politikası aracını kullanmamış olmasıdır. Burada Türkiye ise yalnızca iki adet geleneksel olmayan para politikasından yararlandığı gözlemlenmiştir. Tablo 4'de ise çeşitli ülkelerin kullandıkları geleneksel olmayan para politikaları ele alınmıştır.

Tablo 4. Farklı Ülkelerin Kullandıkları Geleneksel Olmayan Para Politikaları

	Kredi Genişleme	Miktarsal Genişleme	Faiz Koridoru	Zorunlu Karşılık Oranı	Teminat çeşit.	Vade Uzatımı	Faiz Taahhüdü	MB İşlemleri Katılımcı Banka Tabanı
<b>ABD</b>	X	X			X	X	X	
<b>AMB</b>	X	X	X	X	X			
<b>Çin</b>		X		X	X			
<b>Japonya</b>	X	X	X		X			
<b>İngiltere</b>	X	X	X		X			
<b>Brezilya</b>	X	X		X				
<b>Kanada</b>		X	X				X	
<b>Avustralya</b>	X	X	X		X	X		
<b>Meksika</b>								
<b>Güney Kore</b>	X	X		X	X	X		X
<b>Endonezya</b>			X	X		X		
<b>Türkiye</b>			X	X				
<b>İsveç</b>	X	X	X		X	X	X	X
<b>Norveç</b>	X	X	X					
<b>Polonya</b>		X	X	X	X			
<b>Güney Afrika</b>								
<b>Tayland</b>								
<b>Kolombiya</b>				X				
<b>Filipinler</b>				X				
<b>İsrail</b>	X			X				
<b>Şili</b>	X					X		
<b>Çek Cum.</b>								
<b>Romanya</b>		X	X	X	X			
<b>Peru</b>	X	X		X				
<b>Yeni Zelanda</b>	X		X		X		X	
<b>Macaristan</b>	X	X	X	X	X			
<b>Sırbistan</b>	X		X	X	X			
<b>İzlanda</b>	X		X					

Kaynak: Vural, 2013: 36

Tablo 4 incelendiğinde 28 ülke kapsamında farklı geleneksel olmayan para politikalarının tercih edildikleri gözlemlenmiştir. Ancak burada Meksika, Güney

Afrika, Tayland, Çek Cumhuriyeti'nin herhangi bir geleneksel olmayan para politikasından yararlanmadığı gözlemlenmiştir. Ele alınan 28 ülke kapsamında 16 ülkede kredi genişlemesi, 15 ülkede miktarsal genişleme, 15 ülkede faiz koridoru, 14 ülkede zorunlu karşılık oranı, 13 ülkede teminat çeşitlendirmesi, 6 ülkede vade uzatma, 4 ülkede faiz taahhüdü ve 2 ülkede ise merkez bankası işlemleri ve katılımcı banka işlemleri araçlarının kullanıldığı görülmektedir. Bu açıdan ele alınan ülkelerde geleneksel olmayan para politikası araçları içerisinde en fazla tercih edileni kredi genişlemesi politikasıdır. Burada dikkat çeken bir diğer öğe ise faiz taahhüdü politikasının ele alınan ülkeler açısından oldukça az tercih edilmesidir. Bu politika kapsamında belli bir müdahale olmaksızın sözel olarak sürecin yürütülmesi sebebiyle, ülkelerin merkez bankalarının bu politikayı tercih etmediklerini ifade edebilmek mümkündür.

Dünyada kredi genişleme politikasının daha çok tercih edildiği Tablo 4'de gözlemlenmektedir. Bu kredi genişleme politikasının özellikle ABD Merkez Bankası (Fed), Japonya Merkez Bankası (BoJ) ve Avrupa Merkez Bankası (AMB) kapsamında oldukça tercih edildiği bilinmektedir. Söz konusu politikayı en kapsamlı kullanmakta olan merkez bankalarından biri de Fed'tir. Fed'in kredi genişlemesi politikası kapsamında şu imkanlardan yararlandığı gözlemlenmiştir (Vural, 2017: 40):

- Vadeli ihale olanağı,
- Vadeli menkul kıymet borç verme olanağı,
- Fed ile direkt olarak işlem yapabilmek ile hazine ihalelerine dahil olabilme yetkisine sahip menkul değer aracı kurumu kredi imkanı,
- Ticari varlığa dayalı para piyasası yatırım ortaklığı likidite imkanı,
- Para piyasası yatırımcıları fonlama olanağı,
- Ticari varlık fonlama imkanı,
- Ticari varlığa dayalı para piyasası yatırım ortaklığı likidite imkanı.

Dünyada geleneksel olmayan para politikaları kapsamında miktarsal genişleme ve kredi genişlemesi politikasını en fazla kullanan merkez bankaları içerisinde Avrupa Merkez Bankası (AMB), ABD Merkez Bankası (Fed) ve Japonya Merkez Bankası (BoJ) olduğu ifade edilmektedir (Vural, 2017: 37). Burada Japonya'nın miktarsal genişlemeyi özellikle faiz oranlarının sifıra yaklaşması sebebiyle kullanmayı tercih ettiği belirtilmektedir. Ancak Japonya'nın yürüttüğü geleneksel olmayan para politikalarında pek başarılı olamaması söz konusu olmuştur. Burada para ve mali

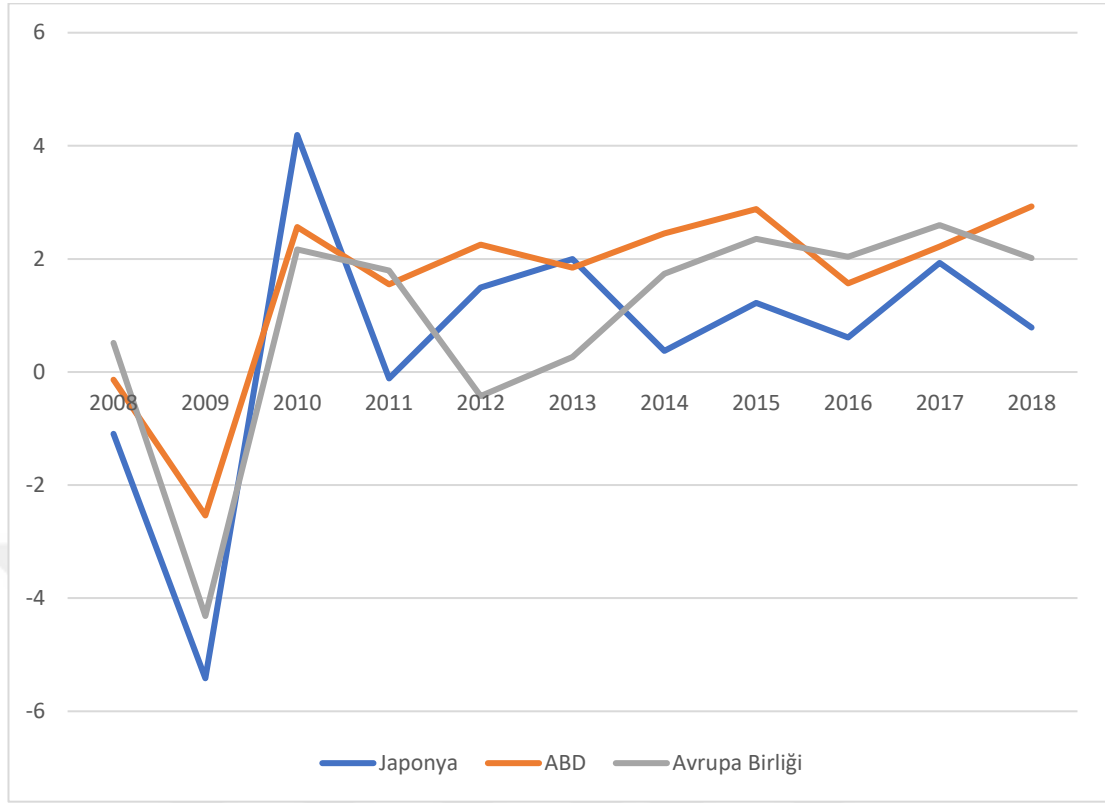
politikalar kapsamında ekonomide az bir hareket yakalanabilmiş fakat arzu edilen performans sergilenememiştir. Burada özellikle Japonya'nın yıllarca deflasyon çıkmazı içerisinde olması ile Çin'in ekonomideki pazar payını kendine doğru çekmiş olmasının önemli etkileri bulunmaktadır. Bununla birlikte Japonya'nın kullanmaya başlamış olduğu yeni politika kapsamında yen/dolar paritesinin göreceli olarak değer kaybetmesi söz konusu olmuştur. Bu tablo kapsamında Japon Yen'i diğer para birimleri ile farklı bir mücadele içine girmek durumunda kalmıştır (Şahin ve Kalaycı, 2015: 107).

#### **2.4. Dünyada Para Politikaları Kapsamında Büyüme**

ABD'de FED küresel krizin etkilerinden kurtulabilmek adına çeşitli zaman dilimlerinde miktarsal genişleme politikasını (QE) QE1, QE2 ve QE3 programları şeklinde kullanmıştır. QE1 programı 2008 Kasım başlamış ve burada 300 milyon dolarlık uzun vadeli Hazine kağıdı ile 1,45 trilyon dolarlık Mortgage-backed-securities (MBS) alımı yapmıştır. QE2 ise Kasım 2010 tarihinde başlamıştır. Burada 600 milyar dolarlık tahvil alımı gerçekleştirilmiştir (Kaya ve Tokucu, 2014: 7). QE3 programı ise Eylül 2012 tarihinde uygulamaya konulmuş ve bu süreçte 40 milyar ipoteğe dayalı ve 45 milyar dolar ise hazine tahvili satın alınarak miktarsal genişleme yapılmıştır (Kaya ve Tokucu, 2014: 7). Yürütülen geleneksel olmayan para politikaları kapsamında Japonya, ABD ve Avrupa Birliği'nin büyüme oranları yıllara göre Şekil 11'de ele alınmıştır. Şekil 11 incelendiğinde Japonya, ABD ve AB'nin büyüme oranlarının 2008 yılı ve sonrasında benzer eğilimler sergiledikleri görülmektedir. Özellikle 2011 yılı sonrası dönemde büyüme oranlarının yatay seyir izlemeye başladığı görülmektedir. Bununla birlikte Japonya'nın 2013 yılı sonrasında büyüme oranlarının ABD ve AB ülkelerinin altında kalmaya başladığı gözlemlenmektedir. Ayrıca ele alınan veriler ışığında geleneksel olmayan para politikalarının büyüme kapsamında ekonomik durumun stabil hale getirilmesi açısından etkili olduğunu grafiğe bağlı olarak ifade edebilmek mümkün olmaktadır. Ancak burada ekonomik büyümenin farklı ögelere bağlı olarak düzelebileceğinin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir.



Şekil 11. Japonya, ABD ve AB'nin Yıllara Göre Büyüme Oranları



Kaynak: The World Bank Indicators, <https://databank.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/1ff4a498/Popular-Indicators#>, erişim tarihi: 13.02.2020.

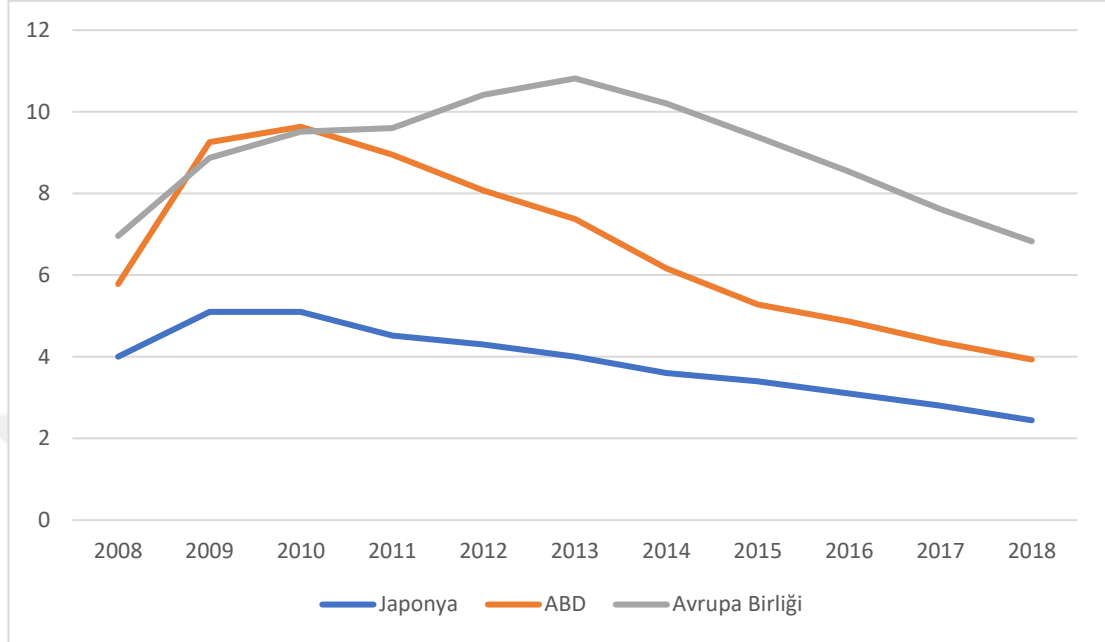
## 2.5. Dünyada Para Politikaları Kapsamında İşsizlik

Dünyada uygulanan para politikaları kapsamında işsizlik önemli bir gösterge olarak görülmektedir. Ülkeler tarafından işsizlik oranlarının azaltılmasına yönelik olarak para politikaları uygulanmaktadır.

Şekil 12’de ise işsizlik oranlarına yer verilmiştir. Şekil 12 incelendiğinde ise 2008 küresel krizi ile birlikte işsizlik oranlarının yükseldiği gözlemlenmektedir. Ancak burada en az etkilenen ülkenin Japonya’nın olduğu gözlemlenmektedir. 2008 yılı sonrasında uygulanmaya başlayan geleneksel olmayan para politikalarının kullanılması ile birlikte işsizlik oranlarının giderek düştüğü görülmektedir. Burada geleneksel olmayan para politikalarının en önemli özelliğinin piyasaya likidite sağlamak olduğu düşünüldüğünde ortaya çıkan tablo öngörülebilir olmaktadır. Bunun

nedeni ise piyasanın likidite kazanmasının yatırımlara olumlu etkisinin olması ve bu durumun istihdama pozitif yansımadır.

Şekil 12. Japonya, ABD ve AB'nin Yıllara Göre İşsizlik Oranları



Kaynak: The World Bank Indicators, <https://databank.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/1ff4a498/Popular-Indicators#>, erişim tarihi: 13.02.2020.

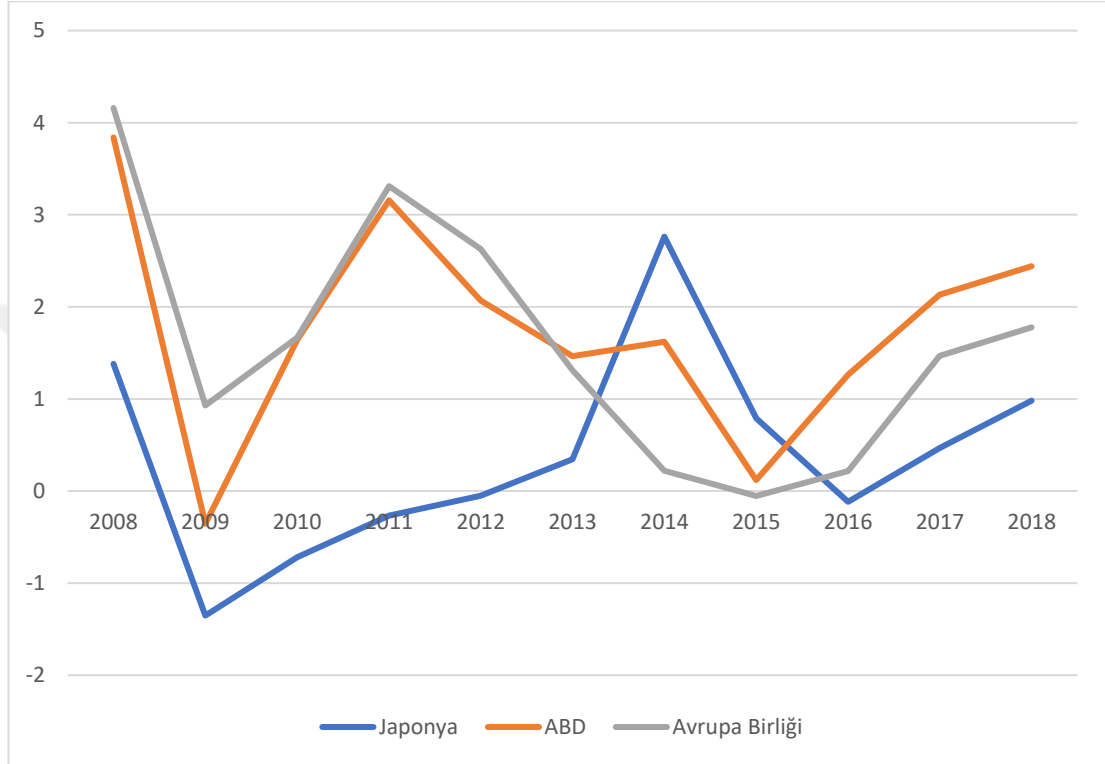
## 2.6. Dünyada Para Politikaları Kapsamında Enflasyon

Enflasyon, ülke ekonomilerini olumsuz yönde etkileyen önemli problemlerin başında yer almaktadır. Enflasyon oranlarının yüksek olması, piyasadaki arz ve talep dengesini olumsuz yönde etkilemektedir. Ülkeler tarafından enflasyon oranlarının kontrol altına alınmasına yönelik olarak çeşitli para politikaları uygulanmaktadır.

Şekil 13'de ise enflasyon oranlarına yer verilmiştir. Şekil 13 değerlendirildiğinde Japonya'nın genel olarak enflasyonunun çok düşük olduğu, kriz döneminde enflasyonun eksilere indiği yani deflasyon yaşandığı görülmektedir. Geleneksel para politikalarının uygulanması ile birlikte deflasyondan ancak 2012 yılında ancak çıkıldığı 2014 yılında hızla bir enflasyon oranının arttığı 2016 yılında yine deflasyona giriş yapıldığı ve bu dönem sonrasında yine enflasyonun arttığı gözükmektedir. Japonya'nın genel sorunun deflasyon olduğu bilinmektedir. Burada geleneksel olmayan para politikalarının Japonya'nın bu soruna çare olmadığı

gözlemlenmektedir. ABD’de 2009 yılında deflasyon sorunu ile karşı karşıya kalmıştır. Ancak kullanılan geleneksel olmayan politikalarla bu sorunu aştığını ifade edebilmek mümkündür. Genel itibariyle AB’de ise enflasyonun genel itibariyle sıfırın üzerinde olduğu gözlemlenmiştir.

Şekil 13. Japonya, ABD ve AB’nin Yıllara Göre Enflasyon Oranları



Kaynak: Kaynak: The World Bank Indicators, <https://databank.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/1ff4a498/Popular-Indicators#> , erişim tarihi: 13.02.2020.

## 2.7. 2008 Krizinde Türkiye ve Son Dönemde Uygulanan Para Politikaları

### 2.7.1. 2008 Küresel Krizin Türkiye Üzerindeki Etkileri

ABD’ de 2008 senesinin son çeyreğinde oluşan ve ekonomik yayılması giderek artan 2008 krizinden Türkiye de etkilenmiştir. Bu kriz döneminde birçok sayıda kurum ve kuruluş iflas ile karşı karşıya kalmıştır. Bu iflaslar ile birlikte meydana gelmiş olan güven sorunu ile de krizin global bir hal alması daha da derinleşmiş ve gelişmekte olan ülkelerin resesyon dönemine girmesine yol açmıştır. Krizin beraberinde ekonomik bir küçülmenin yaşanılması ile büyüme oranları da gittikçe azalmıştır. Büyüme oranlarının yanı sıra tüketim ve yatırım oranlarında da bir düşüş yaşanmıştır. Yaşanılan

bu krizin beraberinde getirdiği küçülme ile Türkiye’de GSMH büyüme oranlarında 2008’in son çeyreği ile ciddi düşüşler meydana gelmiştir.

Ekonomik çalışmaları ele aldığımızda, krizden ihracata dayalı sanayi faaliyetlerde oldukça fazla etkilenmiştir. 2008 ve 2009 senelerinde iş gücünde yaşanan azalmalar ile büyük sorunlar meydana gelmiştir. Bu yıllar arasında global krizin daha derin bir hal alması ile işgücü piyasasında yaşanan sorunlar ile talep belirsizlikleri oluşmuş, üretim çalışmalarında da yavaşlamalar söz konusu olmuştur. Bu yavaşlamanın yanı sıra iş gücü piyasasının kötü etkilenmesi ile ücret gelirlerinde de olumsuz sonuçlar yaratmış, bir azalmanın yaşanmasına yol açmıştır. İstihdam da meydana gelen bilinmezlikler ile talep ve enflasyonda ciddi bir ekonomik sorun olmuştur. Bu şekilde işsizlik oranlarında ve istihdam da yaşanan olumsuzluklar toplam ücret ödemelerinde bir baskı yaratmış bu baskıda harcanabilir gelir ve yurt içi talebinde engeller oluşturmuştur. Böylece 2008 krizinin enflasyon aracılığı ile talep de yaşanan sorunları ortaya çıkarmaktadır. Diğer taraftan maliyet kanalını ele alacak olursak toplam talepte yaşanan bu azalmalar ile finansal sistemde meydana gelen azalmalar, şirketlerde kullanılması düşünülen kaynağın sınırlı olmasına ve verimlilikte bir azalmaya yol açtığı sonucu çıkmaktadır. İş gücü ve ücretlerin ayarlanması ile toplam talepte istenilen durumun mümkün olacağı gözlemlenmiştir (Öztürk ve Gövdere,2010: 385).

Kredi notu düşük olan ülkelerde global kriz ve gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde bir artış yaşanılmıştır. Türkiye’de ise bu çıkarımın tam tersi bir durum meydana gelmiştir. Yani risk primlerinde bir artış yaşanmamış ve bu artışlar belli bir düzeyde sabitlenebilmiştir. Bu şekilde yaşanılmasının nedeni ise risk primlerinin yüksek olduğu ülkelerde faiz indirimi yolu seçilerek bu durumdan kurtulmaya çalışılmış ama Türkiye’de faiz indirimlerini ele aldığımızda döviz borçlarının daha az bulunması ve risk primlerinde aşırı bir düşüşün olmaması ile sınırlı kalması faiz indirimlerinde TCMB’ye olanak vermiştir. TCMB’nin talepte yaşanan küçülme ile daha çok faiz indirimi yapmasının gerekli olduğunu ortaya çıkarmıştır. Faizlerde daha çok indirimlere gidilmesi enflasyon oranlarının tekrar düzenlenerek düşürmüştür. Bu şekilde enflasyon oranlarının düşürmesinin gelişmekte olan ülkelere yansması daha sert bir azalma olarak gözlemlenmiştir. Enflasyon oranlarında yaşanan bu azalış ile talepte de önemli küçülmelerin olmasına neden olmuştur. Talepte yaşanan bu küçülmeler ile birlikte emtia fiyatlarında da düşüşler meydana gelmiştir. Bunun yanı

sıra mali yapılanmada da vergi indirimlerine gidilmiştir. Bu kriz ülkelerin para birimlerinde de değişimlere neden olmuştur. Bu bağlamda Türk Lirası oynaklık olarak en fazla değişiklik gösteren para birimi olmuştur. Öteki ülkelerin para birimleri ile bir kıyaslamaya gidildiğinde ise risk iştahı bazında da en çok azalmanın yaşandığı para birimi Türk Lirası olarak karşımıza çıkmıştır. Şirketlerin borçları Türk Lirası olarak ele alındığında ise, mevcut borçların Türk Lirası olmasından dolayı kur rejiminde meydana gelebilecek olan riske az da olsa mâni olunabildiğini ortaya çıkmıştır (Öztürk ve Gövdere, 2010: 385).

2001 de yaşanan krizden sonra finansal serbestlikte bir yoğunlaşmanın oluşmasından ötürü ucuz kredilerin ülkelere gelmesinde de bir kolaylık sağlanmıştır. Bu durumu Türkiye açısından ele alacak olursak ülkeye gelen sıcak para ilk bakıldığında avantajlı gibi olsa da aslında dış açıkların daha fazla olmasına neden olmuştur. Bu şekilde dış borç olarak adlandırılan, özel sektörün borcunu meydana getirmiştir. 2002 yılında yaklaşık 130 milyar dolar olan borç, 2008 yılının sonuna doğru 160 milyar dolar civarlarına gelerek artmıştır. Finansal serbestliğin beraberinde getirdiği cari işlemler açığını meydana getiren dış borçları Türkiye 2008 senesine kadar karşılayabilmiştir. Ancak bu seneden itibaren global krizin şartlarına tabi olarak ucuz kredi ve dövizde göre bir büyümenin gerçekleşme olasılığının olmadığı ortaya çıkmıştır. Fazla döviz borçlarının firma bilançolarını meydana getirmesi, firmaların kredi maliyetlerinin yükselmesinin kaçınılmaz olacağını düşündürmüştür. Daha sonra ise üretimde bir küçülme ve işsizliğin olması ile ekonominin genelinde bir küçülmenin oluşmasına yol açmıştır. 2002 senesinden sonra Türkiye’de cari işlemler açığının yükselerek meydana gelmesi ile dış dünyayı yönetim altına aldığı çok fazla reel getirisine ulaşmıştır. Cari işlemler açığı gibi, döviz rezervlerinde de Türkiye’de döviz kurunun daha ucuz hale getirilip ithalat talebine olan açığı da yükseltmiştir. Bu şekilde ithalata daha fazla önlem verilmesi ile yerli üretime ve istihdama verilen önemi azaltmıştır. İthalatı daha popüler hale gelmesi ile yerli sanayide yaşanan olumsuzluklar yerli sanayicilerin piyasadan soyutlaşmasına yol açmıştır. Bu şekilde yerli sanayi ve üretimin piyasadan uzaklaşması ile de Türkiye’nin dışa olan bağımlılığını da giderek yükseltmiştir. Bu durumlardan dolayı krizden etkilenip en fazla hasar alan ülkeler arasında Türkiye’de yer almıştır (Yeldan,2009: 17).

## 2.7.2. Türkiye’de Son Dönem Para Politikası Tartışmaları

Türkiye’de 2012 senesinden sonra ekonomisinde büyüme rakamlarına bakıldığında dışa daha bağımlı bir hal aldığı gözlemlenmiştir. Bunun yanında cari açığa meydana gelen artışlar ve iç talepte yaşanan baskı sebebiyle fiyat istikrarının da istenilen başarıya ulaşılamamıştır. Miktarsal gevşeme politikası ile FED varlık alımlarında bir azalmaya gitmiştir. Türkiye’de bu azalış kırılganlık yapısında gözle görülür bir yükselmeye neden olmuştur. FED’ in alımlarındaki azalmanın beraberinde getirdiği para birimlerindeki değer kaybı Türkiye’de bu kırılganlığın oluşmasının en önemli nedenidir. Bu alımlar da meydana gelen azalış aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinde bir yavaşlamanın yaşanmasına sebep olmuştur. Bu durumun yanı sıra bu ülkelere sermaye çıkışları da olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde dış finansman desteğinin azalması ile risk yükseltici neticelerle karşı karşıya kalınmıştır. FED’ in kaynağı dış finansman olan ülkelerde varlık alımlarını düşüreceği yönünde verdiği kararı ile birlikte Türkiye’de sermaye çıkışları meydana gelmiştir. Aynı zamanda Türkiye kırılganlık yapısının en fazla yükseliş seyrettiği ülke konumuna gelmiştir (Aydın, 2015: 72).

Kırılganlık endeksi olan döviz rezervleri/GSYİH oranını ele aldığımızda, Türkiye bakımından da bu oran yüksek olarak karşımıza çıkmaktadır. 2008’de yaşanan krizin ardından 2009 ve 2012 seneleri arasında ki oranlara bakıldığında yurt içi kredilerinde %32 oranında bir yükselme yaşanmıştır. Yurt içi büyümenin bir neticesi olarak yurt içi kredi de bir genişleme olması, cari açığında oldukça çok olduğunu göstermektedir. Bu durumdan hareketle büyüme oranları ile finansal krizleri karşılama arasında oldukça kuvvetli bir bağın olduğunu karşımıza çıkmaktadır. 2008 de yaşanan krizin ardından 2009 ve 2012 senelerinde Türkiye’nin büyüme rakamları ele alındığında en fazla büyüyen ülke konumundadır. Bununla birlikte en fazla cari açığı bulunan ülkeler arasında Türkiye’de bulunmaktadır (Brayson vd., 2013).

2008’de yaşanan krizin ardından Türkiye sermaye çıkışlarını da önemli bir boyutta yaşayan ülkedir. Sermaye çıkışlarının fazla olması da kur değerlerinin üzerinde ciddi bir sınırlama meydana getirmiştir. FED’in uyguladığı genişletici para politikasından sonra, Türkiye’nin de geleneksel politikalar ile istenilen değerleri elde edemeyeceği ortaya çıkmıştır. Sene olarak ele aldığımızda, 2010-2011 seneleri arasında Türkiye’de sermaye çıkışları yaşanırken, 2012-2013 seneleri arasında sermaye girişleri yaşanmıştır. Böylece sermaye giriş ve çıkışlarında durağan bir

durum ile karşı karşıya gelinmemiştir. Bir durağanlığın yaşanılmaması neticesinde TCMB'nin politikalarda daha farklı bir yol izlemesine neden olmuştur. İlk olarak faiz politikalarını değiştirerek sermaye girişlerini daha aktif bir konuma geçirebilmek için kur politikası aracılığı ile faizleri indirmiştir. Bu faiz düşüşünün ardından da 2012 senesinde ani bir azalma yaşanan faizleri kur rejimi ile birlikte büyümeyi hedef edinen bir faiz politikası meydana getirmiştir. TCMB, döviz piyasasına bir müdahalede bulunmadan Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) aracılığı ile bankaların elinde bulunan rezervin TL türünden ayrılması ile birlikte zorunlu karşılıklara benzer bir politika gerçekleştirmiştir. Yani TCMB; hedefi olan fiyat istikrarının yanında finansal aracı da politika aracı olarak hedeflerinin arasına almasının gerekli olduğu belirlenmiştir. 2008 yılında meydana gelen global krizin ardından, ülkelerde oluşan sermaye akımları doğrultusunda politikaların uygulanmasının gerekli olduğu ortaya çıkmaktadır (Çetin, 2016: 85).

#### **2.7.2.1. Faiz Koridoru**

TCMB, para politikası uygulamaları ile beraber fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da sağlayabileceği politikaları kullanmıştır. Döviz kurlarında olan bilinmezlikleri ve kredi büyümelerini yok etmeyi hedef olarak almış merkez bankalarında 2010 senesi ile birlikte geleneksel olmayan politikalar uygulanmaya konulmuştur. TCMB'de uygulanmaya başlanan yeni bir para politikası aracı olan faiz koridoru da bir para politikası aracı olmaktadır. Sermaye akımları doğrultusunda yaşanan bilinmezlik de daha düşük riskin yaşanılmasını sağlamak amacı ile faiz koridoru oluşturulmuştur. TCMB faiz koruması adı ile gecelik vadede borç alınması ve verilmesi arasında bulunan durumu göstermektedir (Kara, 2015: 2).

Geleneksel politikalarda faiz koridoru durağan bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır. Geleneksel olmayan politika araçlarında ise gereken durumlar da ayarlanması mümkün olan bir durum halini almaktadır. Piyasa da meydana gelen kısa vadeli faizin beklenen faiz seviyesinde olması, faiz koridorunda istenilen durum olmaktadır. Faizden sapmasını engellemek bu arzu edilen durumu göstermektedir. Uzun dönemli faizlerin kullanılmasından daha fazla gecelik faiz oluşumu ya da dönem faiz oluşumu 2000'li seneler ile beraber dikkat çekici bir hal almıştır. Uzun dönemli yararlanılan faizlerin dışında gecelik ve dönem faizlerinden yararlanılması makro ihtiyati politikaların bir aracı şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Merkez bankaları faiz

koridoru aracılığı ile gecelik faizleri istenilen faizlere yakın bir halde olmasını amaçlamaktadır. Bu faiz koridorlarında üç ayrı oran bulunmaktadır. Bu oranlardan ilki, faiz koridorunun tavanında meydana gelen ve bunun yanı sıra bankasının nakit gereksinimini giderebilmek amacıyla borç almış olduğu merkez bankasından geri ödediği halde bu orandan vermesinin gerekli olduğu oran olarak karşımıza çıkmaktadır. İkinci oran ise, taban oranı olarak adlandırılan ve bankada meydana gelen fazla fonun kar elde etmek amacı ile merkez bankasına mevduat olarak yatırmış olduğunda elde ettiği kâr oranıdır. Bir diğer üçüncü oran ise, alacak ve borç arasında meydana gelen ve orta nokta olarak adlandırılan istenilen politika faiz oranına en yakın olan nokta oran faizidir. Borç alma ve borç verme arasında oluşan orta nokta faizde belirlenmiş olan boşluklarda dalgalanmalar olabilir. Bu dalgalanmanın yanı sıra bu durum global alanda bilinmezliğe sebep olma ile beraber fonlama maliyetlerinde de bir düzensizliğin yaşanmasına yol açabilmektedir. Sermaye akımlarında oluşan faiz koridorunda değişikliklerin olması, sermaye akımlarının durumları çerçevesinde belirlenmektedir. Sermaye akımlarında bir yükselişin meydana geldiği durumlarda faiz koridoru aşağı indirilmektedir. Faiz koridorunun aşağı indirilmesi de kredi genişlemesinde bir sınırlandırma yapmaktadır. Tam tersi olan durumda yani sermaye akımlarının düştüğü durumlarda da faiz koridoru yukarı getirilerek finansal belirsizlik durumlarına engel olunabilmektedir. Bu durumların neticesinde faiz koridoru, TCMB'nin hedef olarak aldığı faiz oranında herhangi bir değişim yapmadan sıkı ya da gevşek olarak ayırabilme aracı olmaktadır. Yani faiz koridoru ile geleneksel para politikası karşılaştırıldığında, faiz koridorunun daha çabuk ve etkin müdahalede bulunabildiği ve iktisadi şoklar ile karşılaştığında daha esnek bir davranış sergileyebilen bir yapısının olduğu ortaya çıkmaktadır (Yücememiş vd, 2015: 2)

### **2.7.2.2. Zorunlu Karşılıklar**

Düzenleyici kurumlar tarafınca mevduat vb. biçimde yükümlülüklerin yapılabilmesi için bankalara belli bir oranda karşılık ayırmasının gerekliliğini gösteren politika aracı zorunlu rezervler olarak karşımıza çıkmaktadır. TCMB'nin 2010 senesinde verdiği karar ile değişiklik yapılarak yurt içi ve yurt dışı fonlarda zorunlu karşılıklara dahil edilmiştir. Zorunlu karşılıkların para politikası aracı olarak üç gayesi bulunmaktadır. Bu amaçlar ise likidite yöntemi, parasal kontrol ve ihtiyattan oluşmaktadır. Finansal piyasalar da yararlanan en eski para politikası aracı zorunlu



karşılıkların amaçlarından biri olan ihtiyattır. Bankaların ihtiyati rezerv elde etme gayesi ile likiditeden yararlanmaları ödeme gücünde ortaya çıkabilecek olan risklere mâni olmaktadır. Günümüz şartlarında ise bu ihtiyatlardan yararlanmada azalışlar meydana gelmiştir. Bu azalmanın nedeni ise bankaların ihtiyat kanalında zorunlu karşılıklara ayırmış oldukları bölümü diğer gayeler ile de bulabilmektedir. Bu kanalın dolması sağlayan kanal ise likidite kanalı olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu şekilde bankalar likidite yükümlülükleri ve merkez bankasının arzını sağladığı likidite doğrultusu ile zorunlu karşılıklardan daha verimli ve etkin yararlanılmasını sağlamıştır. Bu nedenden likidite kanalı daha önemli bir kanal olmaktadır. Likidite yönteminde piyasa da olan likidite talepten çok ya da az olabilmektedir. TCMB böyle bir durumda ise zorunlu karşılıkları likidite ihtiyacı çerçevesinde ayarlayabilmesi mümkündür. Bankacılık sektöründe ise oluşabilecek bir dengesizlik durumunda, likidite kanalı ile beraber döviz kuru ve faiz oranlarında bir baskının olabilmesine engel olunabilmektedir. Likidite yöntemi açık piyasa işlemleri aracılığı ile uygulanabilmektedir. Zorunlu karşılıklar kanalı ile daha güvenli bir politika aracı olmaktadır. Bu durumun yanı sıra yapısal nitelikte meydana gelebilecek bilinmezliklere karşı zorunlu karşılıklar kanalı ile uygulamaya konulan likidite kanalı da daha doğru neticeler doğurabilmektedir (Gray,2011).

Zorunlu karşılıkların likidite kanalı ile bankalara da önemli derecede katkıda bulunmaktadır. Bankaların bilinçli olarak ellerinde bulundurdukları zorunlu karşılıklar, rezerv para talebinin daha üstünde olduğunda rezerv paraya olan ihtiyaç da daha bilinir hale gelmektedir. Türkiye’de bu zorunlu karşılıkları kullanmaktadır. Dönemlik ortalama olarak elinde bulundurduğu karşılıkların likidite bölümlerinde meydana gelebilecek olan risklerin yönetilmesini daha basit hale indirgenmiştir. Bankaların daha esnek bir tavır sergileyebilmelerinde ve ihtiyati rezervlerini elinde daha az tutarak para politikasını daha anlaşılır bir biçimde yönetebilmesine dönemlik olarak alınan ortalamalar mümkün kılmıştır. Bu durumun yanı sıra global kriz ile genişlemiş olan para politikalarının yol açtığı fazla sermaye akımları ve iç talepte artan krediler ile cari açık da gün geçtikçe fazlalaşmıştır. Durumların böyle olması da fiyat istikrarının tek politik aracı olarak yürütmesinin mümkün olmadığını karşımıza çıkartmaktadır. Kısa dönemli faiz oranlarının yanında zorunlu karşılık ve likidite kanalının da ek bir politika aracı olarak kullanılmasının gerekliliğini ortaya çıkartmıştır (Alper ve Tiryaki, 2011: 2).

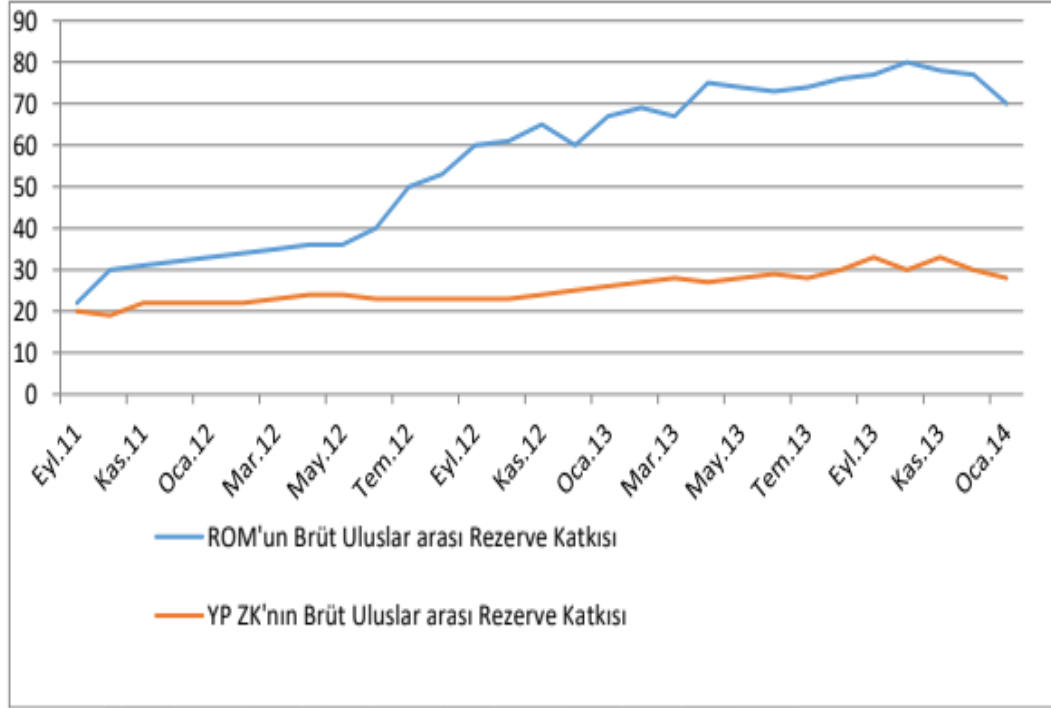
### 2.7.2.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

2008 senesinde yaşanan kriz ile sermaye akımlarında bir yükselme meydana gelmiş, bu yükselişin beraberinde risk de artmıştır. TCMB bu riski ortadan kaldırmak amacıyla ek para politikası araçlarına bir yöneliş sergilemiştir. Fiyat istikrarının yanında finansal istikrarın da olması için TCMB bir politika aracı aramaktaydı. 2010 senesi ile de zorunlu karşılıklar doğrultusunda geliştirmiş olduğu rezerv opsiyon mekanizması ile yeni bir politika aracı kullanmaktadır. Rezerv opsiyon mekanizması, TL'nin bankaların zorunlu karşılık olarak ayırmış olduğu bölümdeki yüzdeyi, yabancı para ya da altın olarak ayırma olanağı veren bir politika olarak karşımıza çıkmaktadır. Böylelikle karşılık olarak ayrılması gereken miktarı bankalar kendi durumları doğrultusunda tespit edebilmektedir. Rezerv Opsiyon Katsayısı ise TL'yi birim olarak alıp, karşılığında altın ya da yabancı paranın ayırma miktarında karşımıza çıkan katsayıdır. Örneğin; bankanın TL olarak yerine getirmesi gerektiği zorunlu karşılığa 100 TL olarak ele alalım. Bu durumda yabancı para türünden ayrılması rezerv opsiyon mekanizması doğrultusunda 90 TL değerine gelmektedir. Bu da %90'a kadar yabancı paranın tutulabildiğini gözler önüne sermektedir. Rezerv Opsiyon Katsayısı ise 1 TL'dir. Bu da 1 TL'ye 1 YP tutulmasının gerekli olduğunu ortaya çıkartmaktadır. Kuruda bu duruma dahil edecek olur isek ABD doları 1.80 varsayımı altında 90 TL'nin tamamının karşılık olarak ayırmak istenilmesi durumunda banka tarafından  $90/1.80=50$  ABD doları şeklinde zorunlu karşılık ayırması gerekli olmaktadır. Yani bütün bunları birleştirecek olursak TL olan zorunlu karşılıklarının yabancı para türünden karşılığı 50 ABD doları olarak karşımıza çıkmaktadır (Alper vd., 2012: 2).

ROM, zorunlu karşılıklarda yeni bir kanal olmanın yanı sıra ekonomistlerin birtakım söylemleri ile ekonomik alanında bir köprü olarak yorumlanmıştır. Bu olanak gerek döviz likidite uygulamalarında gerekse TL adı ile bankalara bir esneklik getirmiştir. Bu esnekliğin yanı sıra bankaların yurtdışı borçluluk oranlarını da daha fazla özendirmeyi ortaya çıkararak paranın ikamesini yükseltmiştir. Bu durumda olumsuz eleştiriler almasına neden olmuştur. Rezerv opsiyon katsayısı ve rezerv opsiyon dilimleri ise en önemli olgular olarak karşımıza çıkmaktadır. Rezerv opsiyon katsayısından daha çok yarar elde edebilmek amacıyla bankalar rezerv opsiyon dilimlerinin üzerine çıkmakta ve birim TL üzerinden zorunlu karşılıklar için daha çok döviz ve altın ayırmaktadır. Bu durum ilk başlarda kademeli bir şekilde yapılmaktaydı.

2012 senesi ile de ROD ile farklı katsayılar meydana getirilmiştir. Daha sonra da piyasa şartların göre değişebilen rezerv opsiyon dilimleri oluşturulmuştur. 2013 senesi ile ROD, döviz getirisinin en fazla sınırı olarak %60 sınırı belirlenmiştir. Bu sınırın yanında 0-30, 30-35, 35-40, 40-45, 45-50, 50-55, 55-60 doğrultusunda dilimler halinde ayrılmıştır. Bu dilimlere uygulanmakta olan ROK farklı olabilmektedir. Rezerv opsiyon mekanizmasından daha fazla bir yarar elde etme isteği içinde bulunan bankalar her geçmiş oldukları ROD için yükselecek olan ROK'lar karşısında yabancı para getirisi ile karşılaşmaktadırlar. Sermaye hareketlerinde daha çok yükselişin meydana geldiği ve yabancı kaynakların oluşmasının daha basit hale gelmiş olduğu bu son zamanlarda rezerv opsiyon mekanizması, bankaların TL zorunlu karşılıktansa YP ayırmalarına neden olmaktadır. Bu şekildeki durumlarda TL'nin fazladan değerinin artmış olması karşısında bu duruma mâni olacağı ve TL'nin üzerinde oluşan baskının sermaye hareketlerinin düşmeye geçtiği zamanlarda ayırdıkları rezerv paradan yararlanılarak oluşturulan bir sistemdir. ROM otomatik bir dengeleme aracı olarak finansal sitemde meydana gelebilecek herhangi bir oynaklık durumunda devreye girerek piyasalara önemli katkılarda bulunmaktadır. Kısacası döviz kurunda bir oynaklık durumu yaşanıldığı takdirde ROM bu durumu düzenleyerek büyük oranda azalmasını sağlamaktadır. Oynaklığı düşürme konusunda sağladığı katkının yanı sıra rezerv opsiyon mekanizması, dolar/TL kur oranında oluşan beklentileri, opsiyon fiyatlarından yararlanarak riske daha duyarlı olacak bir konuma gelmesini sağlayarak dağılım fonksiyonunu meydana getirmiştir. TCMB'nin döviz rezervinde bir zorluk oluşturması ve sermaye akımlarının ters bir durumun içinde olduğu zamanlarda da bankalarda birikmiş olan rezervlerden yararlanma yolunu seçmektedir. Şekil 14'de de görüldüğü üzere, TCMB 2013 senesine dek toplam rezervlerine ortalama olarak 50 milyar dolar eklemiş olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durumun yanı sıra yabancı para zorunlu karşılıkları üzerinde yaratmış olduğu etki 30 milyar dolar olarak görülmektedir (Böcüoğlu,2015: 18).

Şekil 14. YP ZK ve ROM'un Brüt Rezerv Katkısı



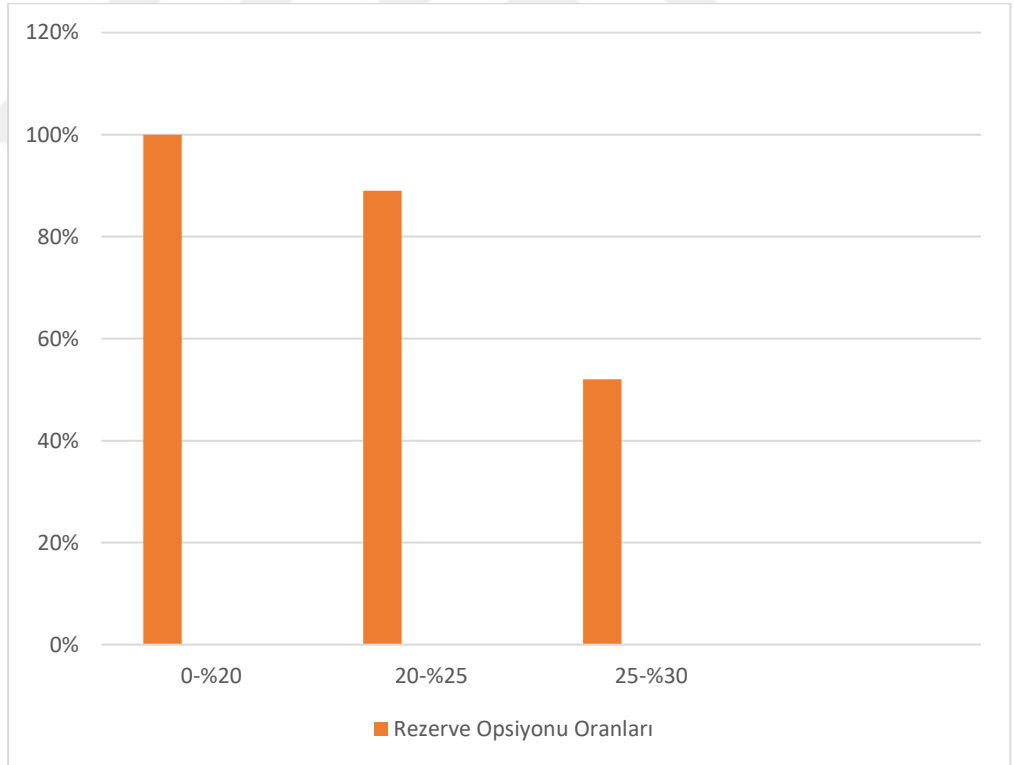
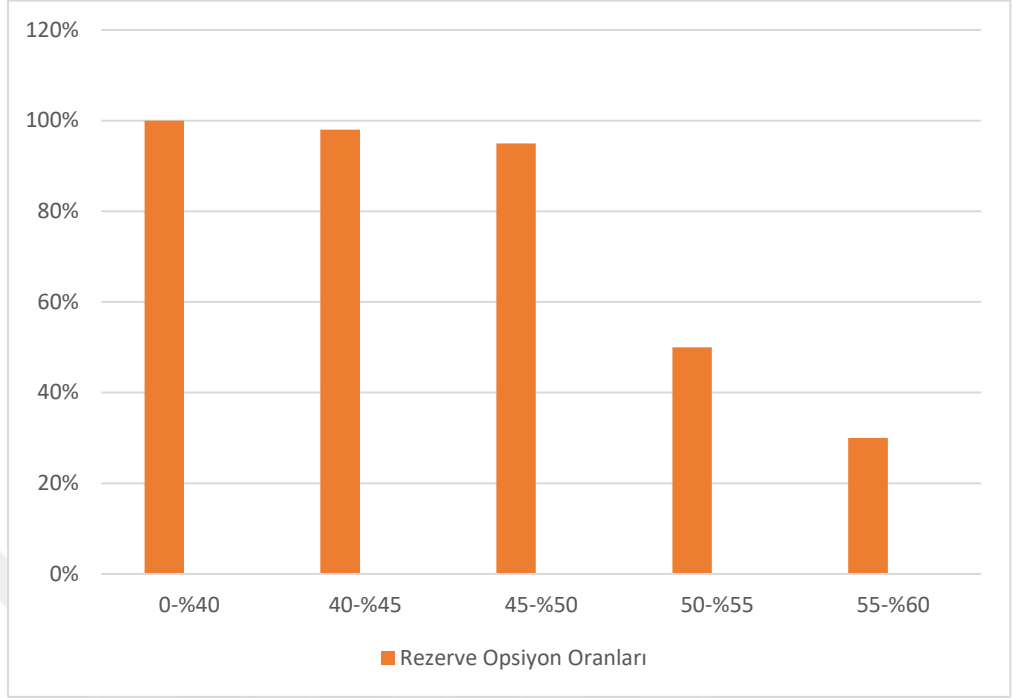
Kaynak: TCMB,2012:2013 yılı para ve kur politikasından alınıp, hazırlanmıştır.

Sermaye akımları doğrultusunda harekete geçen rezerv opsiyon mekanizmasını daha genel bir biçimde ele alıp, sermaye hareketlerinin düştüğü zamanları incelediğimizde yabancı para kaynaklarının TL üzerinde artış maliyetine yol açacağından ötürü yurtdışı fonların ülkeye gelmesinde zorluklar yaşanmaktadır. Bankalar bu durumdaki zamanlarda gereksinim duydukları likiditenin bir kısmını rezerv opsiyonlarını düşürerek bu gereksinimlerini ortadan kaldırmaktadır. Böylece otomatik dengeleyicinin tam orta noktasında kullanım durumu sola doğru harekete geçmektedir. Bu durumda ise sermaye hareketleri borçlanma kısıtı tarafından belirlendiği için bankaların rezerv opsiyonlarında bir düşüşün yaşanılma olasılığı yüksektir. Böylece Türk Lirasının değerini yitirme olasılığı ile üzerinde oluşan baskının az da olsa azalmasına yol açmıştır. Sermaye hareketlerinde bir yavaşlama yaşanıldığı zamanlarda bankalar rezervlerinin bir kısmını düşürerek zorunlu karşılıkları TL üzerinden ayırma yoluna seçmektedirler. Bu yöntem ile de TL'nin likidite isteğinde bir yükselme yaşanılmasını sağlamaktadır. Bu yükseliş ile de merkez bankasının elinde tutmuş olduğu eş değer döviz kısmından çok olmama durumu üzerinde hafifletici bir etki yaratmaktadır. Sermaye hareketlerinde bir yükselme yaşanıldı zamanlarda ise, Türk Lirasının yabancı para üzerinde olan

maliyetinde bir yükselmeye gidilerek rezerv opsiyon katsayısı yükseltebilmektedir. Bu durumun yanında bankalar zorunlu karşılıkların önemli bir bölümünü YP türünden ayırma yöntemini seçebilmektedir. Bu gibi olaylarda otomatik dengeleyici şeklinde anılan en orta noktanın solunda bir noktaya doğru kayan gereksinimlerinin kullanım tutarı, rezerv opsiyon katsayısını ve denge oranında bir yükselişe neden olmaktadır. Böylece yurt içine gelmiş olan paranın belli bir bölümü bankalar tarafından zorunlu karşılık olarak ayrılır. TCMB'nin rezerv bölümünde bir katkıda bulunarak Türk Lirası üzerinde yaratılmış olan baskının ortadan kaldırılmasına yardım edecek ve ülkeye gelen rezervlerin kredide bir genişleme yaratma sorununa mâni olacaktır. Bu durumdan hareketle otomatik dengeleyicinin ne derecede önemli bir olgu olduğu tekrardan ortaya çıkmıştır. Her iki olayda da mekanizmanın yürütülmesi için normal şartlardaki bir piyasada rezerv opsiyon imkanlarının hepsinden yararlanmak ve rezerv opsiyon katsayısının son dilimi için tespit edilmiş olan rezerv opsiyon katsayısından daha az olmasının gerektiği belirlenmiştir (Alper vd,2012: 5).

Şekil 15'de ele aldığımızda 2012 senesinin ekim ayından itibaren bankaların döviz ve altın rezervlerinin hangi dilimde yararlanıldığının oranlarının belirtildiğini görmekteyiz. Rezerv opsiyon katsayısının fazla olduğu zamanlarda imkanlardan verimli bir şekilde yararlanılamadığı sonucu karşımıza çıkmaktadır. Bu imkanlardan etkin bir şekilde yararlanılmamasının en önemli nedeni ise bankaların arasında bulunan altın fon ve yabancı paraların çeşitli durumlar sergilemesidir (Küçükşarç ve Özel, 2012: 27).

Şekil 15. Bankaların Rezerv Opsiyon Dilimi Kullanma Oranları (12 Ekim itibariyle)



Kaynak: Küçüksaraç ve Özel:2012: 27

Yaşanılan krizin ardından gelişmiş ülkelerin uygulamış olduğu genişletici para politikasını geliştirmekte olan ülkelerinde uygulaması ile ülkeye gelen nakitte bir yükseliş yaşanmaktadır. Bu gibi olaylarda merkez bankası, ROM'u bir para politikası aracı olarak kabul ederek finansal istikrarı sağlanacağını ön görmüştür. Yukarıda da açıklandığı üzere rezerv opsiyon katsayısı, Türk Lirasının belirli bir bölümünü zorunlu karşılık olarak ayırıp muhtemel bir krizin yaşanması halinde finansal yapının çökmeden, varlığını devam ettirebilmesi amaçlanmaktadır.

Merkez bankası tarafından ele alındığında, Türk Lirasının altın ve döviz olarak ayrılmış olması döviz rezervlerini daha kuvvetli bir duruma getirildiği belirtilmektedir. Böylece kurda yaşanabilecek olan dalgalanmaların önüne geçilmiştir. Bu durumun yanı sıra finansal istikrarda oluşabilecek riskli durumlarda ortadan kaldırılabilmektedir (Ergin ve Aydın, 2017: 73).

Rezerv opsiyon mekanizması ilk kez 2001 senesinde eylül ayında başlanmıştır. Rezerv opsiyon oranı da %10 şeklinde açıklanmıştır. 2012 yılında ise bankacılıkta likiditenin ılımlı aşamaları ve maliyetleri için bu oran %10'dan %20'ye çıkarılmıştır. Rezerv opsiyon mekanizmasının ilk çıktığı dönemlerde yabancı para cinsinden tutulması gerekli olan oran ise %40'dan %45'e getirilmiştir. Ancak asıl mühim olan zamanı 2015 senesinden sonraki zamanlar oluşturmaktadır.

2015 yılının mart ayında para politikalarının gidişatı ve gündemde yer alan global piyasalar çerçevesinde bir takım yeni kararlara gidilmiştir. Bu durumlar enflasyonda olumlu etkiler yaratmıştır. Bu olumlu etkiler doğrultusunda merkez bankası zorunlu karşılıkları yabancı para dışındaki yükümlülüklerin sürelerinde bir uzamaya gitme kararı vermiştir. Bu kararın yanı sıra Merkez Bankası uzun süreli dış borçlanmada bir artış yaratmak amacı ile zorunlu karşılıkların iki yıl daha yükümlülükleri yükseltme isteği içinde olduğunu açıklamıştır.

Rezerv opsiyon mekanizması dışında olan faiz indirimlerinden de para politikası aracı olarak yararlanan Merkez Bankası, faiz indirimleri ile beraber makro ihtiyati önlemler üzerinde de yoğunlaşmıştır. Cari işlemler açığında 2013 senesinde bir yükselme meydana gelmiştir. Bu yükselişin yanında sermaye akımlarında oluşan dalgalanmalar da rezerv opsiyon katsayısını kademeli bir şekilde yükseltmeye karar vermiştir. Otomatik bir düzenleyici olan ROM, faiz koridorunun kullanılmasının gerekli olmadığını ortaya çıkartmıştır. 2014 senesinde daha emin adımlı uygulanan bir para politikası olduğu için makro ihtiyati tedbirlerde ve sermaye akımlarının da bir yavaşlama gerçekleşmiştir. TCMB'nin rezerv bölümünde bir katkıda bulunarak Türk

Lirası üzerinde yaratılmış olan baskının ortadan kaldırılmasına yardım edecek ve ülkeye gelen rezervlerin kredide bir genişleme yaratma sorununa mâni olacaktır. Bu durumdan hareketle otomatik dengeleyicinin ne derecede önemli bir olgu olduğu tekrardan ortaya çıkmıştır. Her iki olayda da mekanizmanın yürütülmesi için normal şartlardaki bir piyasada rezerv opsiyon imkanlarının hepsinden yararlanmak ve rezerv opsiyon katsayısının son dilimi için tespit edilmiş olan rezerv opsiyon katsayısından daha az olmasının gerektiği belirlenmiştir.

Döviz rezervlerinde ise 2012 senesinden itibaren pozitif olaylar meydana gelmiştir. Döviz rezervlerinde olan fazlalıklar 2013 ve 2014 senelerinde sürmüştür. Ancak 2014 senesinin son çeyreğinde global bilinmezliklerin olması sebebi ile döviz rezervlerinde düşüşler yaşanılmıştır. Rezerv opsiyon mekanizmasının yanında faiz koridoru politikası da kullanılarak bu gibi döviz rezervlerinde meydana gelen düşüşlerin önüne geçebilmek hedeflenmiştir (Çetin,2016: 88).

ROM ilk olarak döviz likiditesi ve rezervi üzerinde etki yaratılan bir araç olarak kullanılmaktaydı. Ancak 2015 senesinin ardından otomatik dengeleyici şeklinde ROM'dan yararlanılmaya başlanmıştır. Bu değişimin nedeni ise, yabancı para türünden ayrılmış olan yükümlülüklerin zorunlu karşılık oranları içindeki oranının gerekli olan döviz rezervini karşıladığı düşüncesinin oluşmasıdır. Bunun yanı sıra finansal sektörde meydana gelebilecek yabancı para rezervlerindeki riskleri yok edebilmek içinde yararlanılmıştır.

Ülkelerin ekonomilerini dış şoklardan uzak tutabilmek için yabancı paranın arzu edilen seviyede olması ve rezervlerinin istenilen seviyede olması gereklidir. 2014 senesinde yaşanan global bilinmezlik merkez bankasında ortaya çıkan yabancı para rezervinde bir azalmanın yaşanmasına yol açmıştır. Ancak 2015 senesinin bitmesine yakın bu durumdan kurtularak, yabancı para rezervi istenilen düzeye ulaşmıştır. Bu durumların neticesinde ise ROM'un döviz kurunda meydana gelecek oynaklığı düşüren ve döviz rezervini yükselten bir araç olduğu sonucu çıkmaktadır. Ancak gelişmiş ülkelere kıyasla gelişmekte olan ülkelerin dünya ekonomisinden daha fazla etki aldığı da kesindir. TCMB, politika araçlarını dünya konjonktürü ve ülke ekonomileri çerçevesinde düzenlemeyi hedef alarak finansal istikrarın oluşması için çalışmalar yürütmüştür (TCMB, 2015: 15).



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### KÜRESEL KRİZ SONRASI GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ ENFLASYON VE DÖVİZ KURU ÜZERİNE ETKİSİ

#### 3.1. İlgili Araştırmalar

Serdengeçti (2002)'ye göre bir ülke sınırlarında enflasyonun yüksek olması sebebiyle kaynaklar genel olarak kısa vadeli yatırımlara yönelmekte ve bu durum potansiyelden daha az üretim yapılmasına sebep vermektedir. Bununla birlikte yüksek enflasyon iş gücü piyasasının da etkisini azaltmaktadır. Enflasyonist şartlarda, iktisadi yapıdaki karar alımında görev yapan birimler yatırım ve tüketim kararları alınırken fiyat düzeylerinde ortaya çıkan değişimlerle ilgili kolay tahminlerde bulunamazlar. Buna bağlı olarak ise karar alabilmek açısından gerekli ve yeterli bilgiye sahip olamazlar. Bir iktisadi yapıda yüksek enflasyonun görülmesi halinde o iktisadi yapının dış piyasalardaki rekabet gücü azalarak ülkenin dış sermaye piyasalarına erişimi zorlaşmaktadır.

Granville ve Mallick (2004), çalışmasında İngiltere'nin son yüzyıldaki enflasyon ve faiz oranları verileri incelenmiştir. Buna göre nominal faiz oranları ile enflasyon arasında uzun dönemli pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Gül ve Ekinci (2006), döviz kuru ve enflasyon arasındaki ilişkiyi analiz ettiği çalışmasında, döviz kurundan enflasyona doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığı ortaya konulmuştur.

Özçiçek (2007) çalışmasında Türkiye'de ekonomik krizler ve döviz kuru enflasyon ilişkisi değerlendirilmiştir. Kriz dönemlerinde kurdaki ani yükseliş ve enflasyonda da kısa zaman içerisinde yaşanan büyük artışlar genel olarak istatistiksel analizlerde geçirgenliğin yüksek çıkmasına sebep olmaktadır. Kriz dönemleri hesaba katıldığında gerçek geçirgenlik miktarının oldukça düşüktür. Bu sonuç enflasyonu düşürmeye yönelik para politikasının kura daha az bağlı olduğunu göstermektedir.

Erdönmez (2009) çalışmasında 2008 küresel krizini ve ülkelerin kriz döneminde almış oldukları ekonomik tedbirleri incelemişlerdir. Araştırmada ülkeler tarafından krizin etkilerini azaltmaya yönelik olarak farklı önlemlerin alındığı belirtilmiştir. Ancak bu önlemlerin yeterli olmadığı, piyasalarda yaşanan sorunların

ivedikle çözüme kavuşturulması için daha agresif politikaların uygulanması gerektiği belirtilmiştir.

Tokucu (2010) çalışmasında kriz ve para politikalarını incelemiştir. Araştırmasını para politikalarının başarısızlığı üzerine sürdürmüştür. Enflasyon oranlarının tek gösterge olarak alınması, politika aracı olarak faiz oranlarının tercih edilmesi ve finansal piyasalardaki gelişmelerin para politikası modeline dahil edilmemesi gibi sorunlar ön planda tutulmuştur.

Bozkurt (2010)'a göre Merkez bankasının fiyat istikrarının sağlayamaması halinde toplumda sosyal ve iktisadi istikrarsızlıklar ve belirsizlikler ortaya çıkmaktadır. Söz konusu negatiflikleri ortadan kaldırabilmek veya azaltabilmek için sosyal ve iktisadi maliyetlerin ortadan kaldırılması veya en düşük seviyeye düşürülmesi gerekmektedir. Bunun sağlanabilmesi açısından ise fiyat istikrarının sağlanması yani enflasyon oranının makul bir düzeye getirilmesi gerekmektedir.

Ceylan (2010)'a göre işsizlik, yoksulluk düzeyinin yükselmesine, kurumların bazı sıkıntılarla karşı karşıya kalmasına, çalışmakta olan çalışanların ruhsal sorunlar yaşamalarına ve yükselen suç oranlarına sebep olabileceğinden, iktisadi yapıda yalnızca işsizler ya da işten çıkarılma riskinde olan çalışanlar açısından sorun olduğu için değil, bununla birlikte yatırımların düşmesi ve üretime dahil edilmesi gereken kaynakların tam olarak kullanılmaması sebebiyle bir daralma ile karşı karşıya kalınacağından dolayı önemli bir hedef haline gelmektedir.

Gray (2011)'e göre finansal piyasalar da yararlanan en eski para politikası aracı zorunlu karşılıkların amaçlarından biri olan ihtiyattır. Bankaların ihtiyati rezerv elde etme gayesi ile likiditeden yararlanmaları ödeme gücünde ortaya çıkabilecek olan risklere mâni olmaktadır. Günümüz şartlarında ise bu ihtiyatlardan yararlanmada azalışlar meydana gelmiştir. Bu azalmanın nedeni ise bankaların ihtiyat kanalında zorunlu karşılıklara ayırmış oldukları bölümü diğer gayeler ile de bulabilmektedir. Bu kanalın dolması sağlayan kanal ise likidite kanalı olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu şekilde bankalar likidite yükümlülükleri ve merkez bankasının arzını sağladığı likidite doğrultusu ile zorunlu karşılıklardan daha verimli ve etkin yararlanılmasını sağlamıştır. Bu nedenden likidite kanalı daha önemli bir kanal olmaktadır. Likidite yönteminde piyasa da olan likidite talepten çok ya da az olabilmektedir. TCMB böyle bir durumda ise zorunlu karşılıkları likidite ihtiyacı çerçevesinde ayarlayabilmesi mümkündür. Bankacılık sektöründe ise oluşabilecek bir dengesizlik durumunda, likidite kanalı ile beraber döviz kuru ve faiz oranlarında bir baskının olabilmesine

engel olunabilmektedir. Likidite yöntemi açık piyasa işlemleri aracılığı ile uygulanabilmektedir. Zorunlu karşılıklar kanalı ile daha güvenli bir politika aracı olmaktadır.

Alacahan (2011), döviz kuru ve enflasyon oranlarını test ettiği çalışmasında, iki seri arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. 1994-2001 döneminde döviz kurunun %1 artması halinde TÜFE yüzde 0.91 artmıştır. Enflasyon hedeflemesi yapılan 2002-2010 dönemi bu oran 0.94'e çıkmıştır.

Başçı ve Kara (2011) çalışmasında finansal istikrar ve para politikasını incelenmiştir. Araştırmada kriz sonrasında Türkiye'de uygulanan para politikasına yer verilmiştir. Çalışmada politika bileşiminin yapısı ile politika araçlarının nasıl ve hangi amaca yönelik olarak kullanıldığı açıklandıktan sonra iletişime dair hususlar ele alınmakta ve uygulanan politikanın ilk sonuçları tartışılmaktadır. Yeni para politikası stratejisinin etkilerini değerlendirmek için henüz erken olduğu düşünülse de, alınan ilk sonuçlar düşük politika faiz oranı, yüksek zorunlu karşılıklar ve geniş bir faiz koridorundan oluşan politika bileşiminin, özellikle yüksek cari açık veren ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik dengesizlikler üzerindeki etkisini hafifletmek için etkili bir strateji olabileceğine işaret etmektedir.

Karaca (2010)'a göre faiz oranlarında ortaya çıkan dalgalanmalar sonucunda bazı belirsizlikler ortaya çıkmaktadır. Bu durum iktisadi birimlerin gelecekle ilgili planlamalar yapmalarını zorlaştırmaktadır. Bunun neticesinde iktisadi karar birimleri yatırım ve tüketim kararlarını ertelemek durumunda kalmakta ve neticede faaliyet hacimlerinde düşüş ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte faiz oranlarındaki aşırı dalgalanmalar iktisadi yapıda bir maliyet unsuru ortaya çıkararak hanehalkının ve firmaların üstlenmekte zorlanacağı borçlarla yüzleşmesine sebep olmaktadır. Ortaya çıkan bu tablo sebebiyle merkez bankası faiz oranlarındaki dalgalanmaya engel olmaya çalışmaktadır. Bu sayede para politikası faiz oranlarının belli limitler içinde dalgalanmasını temin ederek ekonomide daha pozitif bir biçimde tasarruf ve yatırım koşullarını temin etmektedir.

Perera (2010)'a göre miktarsal genişleme politikası, yapısal olarak merkez bankası politika faizinin sıfır veya neredeyse sıfır düzeyinde kullandığı ve yapısal olarak direkt satın almaları içeren bir politika aracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Miktarsal yani parasal genişleme kapsamında merkez bankaları piyasa şartlarında uzun dönemli devlet tahvili satışları ya da kısa dönemli finansal varlık alımları yapabilişlerdir. Yapısal olarak miktarsal genişleme politikası, merkez bankalarının

bilançolarında borç ve varlık ile pasif ve aktif tarafların her ikisine de biçim verebilen bir politika olmakla birlikte, bu politika iktisadi yapıyı oldukça fazla etkileyebilecek krizleri önlemek amacıyla kullanılmıştır. Miktarsal genişleme politikası kapsamında, para miktarına daha fazla önem verilmektedir. Bu sebepten dolayı merkez bankası bu politika kapsamında piyasadaki likidite düzeyini faiz oranları yerine kendisinin yapmış olduğu alımlar doğrultusunda denetim altında tutabilmektedir. Yapısal olarak miktarsal genişleme yöntemi geleneksel yöntemler kapsamında yararlanılan yöntemlerden oldukça farklıdır. Bu bakımdan merkez bankası açık piyasa işlemleri merkez bankası bilançosunu az süreli olarak etkileyebilirken, miktarsal genişleme ile birlikte merkez bankası bilançosunun büyüklüğü değişebilmektedir. Böylelikle merkez bankaları küresel krizle beraber yetersiz kalan geleneksel politika araçları yerine likidite temin edebilmek adına miktarsal genişleme aracına yönelmişlerdir. Söz konusu politika aracı, bahsi geçen varlıkların merkez bankalarının para karşılığında direkt olarak satın alınmaları ile birlikte piyasanın likidite kazanmasına yardımcı olmaktadır. Bununla birlikte bankaların sorunlarla karşı karşıya kaldığı dönemlerde bu politikanın etkinliği daha çok olmaktadır.

Lim vd. (2011)'e göre geçmişte merkez bankalarının para politikasını faiz oranları üzerinden sürdürdükleri gözlemlenmiştir. Bu nedenle zorunlu karşılık oranlarının 1980'li yıllarda oldukça sınırlandırıldığı görülmüştür. Bununla birlikte bu sınırlamanın farklı bir sebebi ise zorunlu karşılık uygulamalarının bankalar üzerine bazı maliyet getirmesiydi. İfade edilen bu nedenler merkez bankalarının zorunlu karşılık oranı yerine kısa vadeli faiz oranına odaklanmalarına neden olmuştur. Fakat 2008 yılında ortaya çıkan küresel kriz ile birlikte zorunlu karşılıklar genel olarak merkez bankaları tarafından tercih edilmiş ve dalgalanmaların ortaya çıktığı söz konusu dönemlerde bu enstrümanın daha fazla tercih edildiği görülmüştür. Yapısal olarak zorunlu karşılık uygulamaları makro iktisadi istikrarı yakalayabilmek adına küresel kriz sırasında ve sonrasında bir araç olmaya başlamış ve geçmişe nazaran daha fazla yararlanılan bir araç haline almıştır

Robitaille (2011)'e göre Merkez bankalarının yararlandığı zorunlu karşılık uygulamasının, likidite yönetimi açısından son derece önemli bir rolünün olduğunun ifade edilmesi mümkündür. Merkez bankaları piyasada ortaya çıkan likidite açığı ya da likidite fazlasını engelleyecek biçimde zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek, ortaya çıkan tablonun döviz kurlarına ya da faiz oranlarına yönelik bir gerginlik oluşmasına engel olabilmektedir. Bu açıdan küresel kriz esnasında merkez bankaları

açısından bu uygulama önemli bir likidite yönetim aracı olarak kullanılmıştır. Merkez bankası açık piyasa işlemleri ile likiditeye etki edebildikleri halde kalıcı niteliği olan yapısal sorunların aşılması maksadıyla zorunlu karşılık uygulamasını kullandıkları gözlemlenmiştir.

Kozicki vd. (2011)'e göre Merkez bankaları çoğunlukla açık piyasa işlemleri üzerinden para arzına müdahalede bulunarak tespit etmiş oldukları hedeflere erişebilmeye çalışmaktadır. Bu sebepten dolayı olağan hallerde merkez bankaları, likidite temin edebilmek adına hükümete ya da özel sektöre direkt olarak kredi temin etmemekte, firma borcu, devlet tahvili ya da herhangi bir borç enstrümanını almamakta, genel olarak faiz oranlarından yararlanarak piyasadaki likiditeyi bir biçimde düzenleme üzerinden hareket etmeyi tercih etmektedir. Karşı karşıya kalınan küresel finansla krizler kapsamında da merkez bankaları politika fon faizini düşürmeye ve likidite temin etmeye yönelik müdahalelerde bulunmuşlardır. Söz konusu hedeflere bağlı olarak merkez bankalarının büyük bölümü önceden karşılaşılmamış biçimlerde tepkiler ortaya koymuşlar, nerdeyse sıfırlara ulaşan faiz oranlarını devam ettirmeleri oldukça kısa dönemli olsa bile reel ekonomik faaliyetlerin bozulması ve krizin etkilerinin artmasıyla birlikte faiz oranlarını daha da düşürme yoluna gitmişlerdir. Ortaya çıkan bu tabloda para politikasıyla ilgili küresel krizden önceki geleneksel görüş açısından, merkez bankalarının ana enstrümanlarının faiz oranı olduğunu ifade edebilmek mümkündür. Burada merkez bankalarının enflasyon hedeflemesine odaklandıkları ve makro ihtiyati öğeler ile finansal istikrar konularını ön planda tutmadıklarını söyleyebilmek mümkün olmaktadır. Bununla birlikte küresel krizler öncesi merkez bankalarının sistematik riskleri de önemsemediklerini söyleyebilmek olası bir durum olmaktadır.

Özatay (2012)'e göre bankaların küresel krizle birlikte yaşamış oldukları güven kaybıyla birlikte likidite sorunları ortaya çıkmıştır. Bu süreç içerisinde operasyonel çevre kapsamında en fazla yararlanan likidite araçlarından birinin koridor uygulaması olduğu görülmüştür. Faiz koridoru sistemi kapsamında, merkez bankaları borç verme ve alma faiz oranlarını açıklamaktadır. Temelde borç alma faizi, faiz koridoru uygulamasının alt sınırını tespit eden oran olmaktadır. Söz konusu borç alma faizi, elinde likidite fazlası olan bankanın sahip olduğu likiditeyi merkez bankasına vermesi halinde merkez bankasının ona vereceği faiz oranını ifade etmektedir. Herhangi bir bankanın sahip olduğu fonu merkez bankası üzerinden sağlayacağı faiz

oranın altında bir faiz oranında yatırması söz konusu olmaması nedeniyle buradaki faiz oranı aynı zamanda gecelik faiz oranını belirlemiş olacaktır.

Bal (2012), döviz kuru, enflasyon ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi test ettiği çalışmada, enflasyon ve döviz kuru arasında dolaylı nedensellik ilişkisi saptanmıştır. Araştırmada enflasyon ve döviz kuru arasında ilişki olduğu belirlenmiştir. Döviz kurunun, enflasyon üzerinde belirleyici değişkenlerden biri olduğu tespit edilmiştir.

Kara (2012) çalışmada küresel kriz sonrasında para politikasını incelemiştir. Bu makalede, yeni politikanın ortaya çıkış nedenleri, uygulaması ve sonuçları özetlenmekte; söz konusu politika çerçevesinin, orta vadeli enflasyon beklentilerini bozmadan Türkiye ekonomisini dengeli bir büyüme patikasına yönlendirmekte oldukça etkili olduğu gösterilmektedir.

Öztürk ve ark. (2012) çalışmada küresel ekonomik kriz ve Türkiye'nin para politikaları üzerine etkileri incelenmiştir. Kısa vadeli sermaye akımları ve döviz kurlarında yaşanan değerlenme ile birlikte hızla artan cari açık yeni bir para politikası yaklaşımını gerekli kılmıştır. Bu yeni durum karşısında, hedef fonksiyonunda finansal istikrarın artan rolü de dikkate alınarak mevcut enflasyon hedeflemesi çerçevesinde sınırlı bir değişikliğe gidilmiştir.

Gürsoy (2013)'e göre iktisadi büyümenin iki biçimde olması söz konusu olmaktadır. Bunlardan ilki, iktisadi yapının eksik istihdamdan çıkması ile birlikte ortaya çıkan üretim artışı ile birlikte kısa vadeli iş çevrimlerine bağlı iktisadi büyüme, ikincisi ise ekonomi tam istihdamdayken teknoloji gelişmesi ve yeni faktör girdilerinin ekonomiye dahil olması ile birlikte ortaya çıkan orta ve uzun vadeli ödemedir. Sürdürülebilir büyüme açısından ekonomik istikrar, ekonomik istikrar açısından ise fiyat istikrarının bulunması gerekli olmaktadır. Sürdürülebilir ve istikrarlı bir büyümenin olabilmesi bakımından istihdam düzeyinin yükselmesi gerekmektedir.

Doğançay (2013)'e göre Merkez Bankası, dolaylı para politikası araçları ile birlikte faiz oranları ve rezervlerine etki ederek para politikasının sürdürülebilirliğini temin edebilmektedir. Dolaylı olmayan para politikasının etkinliğinin azaltılması ve uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamanın azaltılması ile birlikte dolaylı para politikasının esnekliği artış göstermiştir.

Kaygaç (2013)'e göre Merkez bankalarının tam dalgalı kur politikasını uygulaması durumu dışında kalan hallerde, kur politikası efektif ve döviz alım ile satım işlemleriyle biçimlendirilmektedir. Merkez bankası yabancı paralar ile milli para

arasındaki pariteyi tespit ederek, esnek kur sistemi kapsamında bazı dönemlerde piyasaya müdahalede bulunup döviz alımı ve satımı yapmaktadır. Bu sayede merkez bankası döviz satımı yaptığında döviz kurunda düşüş gerçekleşmekte ve piyasa koşullarındaki para miktarı azalmaktadır. Tam tersi döviz alımı yaptığında ise döviz kuru yükselmekte ve piyasadaki para miktarı azalmaktadır.

Vural (2013)'e göre dolaylı kredi genişleme politikası; merkez bankalarının bilançoları kapsamında risk üstlenerek direkt olarak satın almış oldukları varlıkları vadeleri gelinceye kadar ya da elden çıkarılınca kadar tutulmasını ifade etmektedir. Merkez bankaları bu politika kapsamına bilanço büyüklüklerini yükseltebilmek amacıyla piyasadaki varlıklar karşılığında bankalara uzun dönemli borç vermektedir. Bu politika sayesinde merkez bankası, riski olmayan menkul kıymetler karşılığında piyasaya para kazandırmış olmaktadır. Piyasadaki lidikite sorununun üstesinden gelinmesi dışında bu politika ile fonksiyonunu yitiren piyasanın yeniden aktif olmasını temin etmek ve risk faktörünü sınırlı bir düzeye çekmek arzu edilmektedir. Söz konusu politika ile kriz doğrutusunda aksamaya başlayan finansal faaliyetlerin tekrar olağan düzeye erişeceği düşünülmektedir. Bu açıdan dolaylı kredi genişlemesi, merkez bankasının bankalara uzun dönemli likidite temin etmesini ve borç vermesini sağlamak amacıyla kullanılan bir araç olmaktadır

Trichet (2013)'e göre geleneksel olmayan para politikaları, öncelikli olarak küresel krizlerin başlarında mali sorunları düşürmek, bankacılık sektörü kapsamında likiditeye yön vermek ve ilerleyen süreçte piyasa ve özel sektöre kredi temin edebilmek amacıyla kullanılmaktadır. Bu politikalar krizin sebep olduğu etkilerden piyasayı korumak, fiyat istikrarını desteklemek ve finansal sektörün işleyişine destek vermek açısından son derece önemli olmaktadır. Geleneksel olmayan para politikaları direkt olarak merkez bankalarının bilançolarının bileşimi ve boyutları ilgili olmakla birlikte bu politikalar kapsam ile büyüklük açısından sıradışı olarak ifade edilmektedir. Sıradışı şeklinde alınan bu politikalar, bulunulan ülkeye göre farklılık gösterebilmekte ve bu yönüyle merkez bankalarının iktisadi ve kurumsal yapılarına göre farklılık gösterebilmektedir. Söz konusu politikaların etkinliği, araçları kullanan ülkenin ona özel yapısına bağlı olarak farklılık göstermektedir. Bu açıdan bir ülke kapsamında yarar sağlayan politika diğer ülke kapsamında faydalı olmayabilmektedir. Bu neden bu araçların etkinliği ve verimlilikleri bulunulan ülkeye göre farklılaşabilmektedir. Bununla birlikte öncelikli hedef olarak tespit edilen bir problemi çözebilmek ya da bu

sorunun düzeyini düşürebilmek maksadıyla belirlenmiş farklı müdahalelere nazaran, bu araçlar piyasanın tamamına aksedebilen büyük etkilere sahip olmaktadır.

Vinals vd. (2013)'e göre olağan şartlar kapsamında da faiz taahhüdü politikasının kullanıldığı gözlemlenmiştir. Küresel krizle beraber gecelik faiz oranlarını neredeyse sıfır olduğunda, faiz taahhüdü uygulaması ile birlikte merkez bankaları ilerleyen dönemde para politikasının ne biçimde biçimleneceği ile ilgili olarak piyasayı bilgilendirmiş ve böylelikle uzun vadeli faiz oranını biçimlendirmişlerdir. Bununla ilgili olarak merkez bankası bu yöntemle birlikte faiz oranlarını olağanın dışında düşük tutacağı taahhüde bulunduğu uzun vadeli faiz oranlarının da düşmesine neden olabilecektir. Bu sayede bu politika ile toplam talebin artmasına sebep olan bir etki temin edebilmektedir. Fakat merkez bankasının vermiş olduğu taahhüt enflasyon oranının beklentinin üzerinde olmasına sebep olabilmektedir. Bu şartlarda merkez bankasının düşük faiz taahhüdünden uzaklaşarak faiz oranını artırması gerekli olabilmektedir. Bu yönüyle merkez bankalarının bu taahhütte bulunmadan önce enflasyon oranına dikkat etmesi önemli olmaktadır. Bunun dışında bu taahhüdün etkili olabilmesi açısından güvenilirliğinin olması da son derece önemli olmaktadır.

Türköz (2014), döviz kuru ve faiz oranlarını analiz ettiği çalışmasında, reel faizlerin kısa dönemde reel efektif döviz kurunu etkilediği ancak uzun dönemde bunun geçerli olmadığı bulunmuştur.

Kayava Tokucu (2014)'e göre kredi genişleme politikası yapısal olarak miktarsal genişleme politikası ile benzeşen yönlere sahiptir. Fakat temel olarak kısa vadeli hazine bonolarının satılarak, bunların alternatifi olarak aynı vadedeki ticari varlıkların merkez bankalarınca alındığı bu politika kapsamında merkez bankasının bilançosunda bir değişim ortaya çıkmaması söz konusu olmakla beraber merkez bankasının varlıklarının genel olarak vade düzeylerinde de bir değişim ortaya çıkmamaktadır. Bu politikayla birlikte yalnızca riskli varlıklarının yerinin değişmesi söz konusu olmaktadır. Bu nedenle merkez bankasının büyüklüğünün değişmesinden çok merkez bankasının bilanço kompozisyonunda bir değişim ortaya çıkmış olmaktadır. Bu nedenle kredi genişleme politikasından yararlanan merkez bankaları, likit olmayan ve risk düzeyi fazla veya likidite düzeyi az varlıkları almakta ve bunlar yerine risk çok düşük ve likidite seviyesi oldukça fazla olan varlıkları satarak bilançonun dağılımını farklılaştırmaktadır. Özellikle finansal sistemin zarar gördüğü ya da para politikası araçlarının etkinliklerini yitirdikleri süreçlerde merkez bankaları



düzgün bir iletişim politikası ile birlikte iktisadi yapının gidişatını arzu ettiği bir biçimde sürdürebilmektedir. Bu bakımdan merkez bankalarının sürdürdüğü iletişim politikaları hem küresel krizler esnasında hem de küresel krizler sonrası önemli hale gelmektedir. Burada özellikle kriz sırasında ekonomik birimlerin belirsizlikten etkilenerek reel veya finansal yatırımlarını durdurabilmesi mümkün olmaktadır. Bu tabloda merkez bankaları ise öncede bazı piyasaya ve iktisadi birimlere bazı taahhütlerde bulunarak piyasasının ve faiz oranlarının istikrar içinde hareket etmeyi sürdürmesine yardımcı olabilmektedir. Bu açıdan faiz taahhüdü politikası niteliksel olarak merkez bankasının ilerleyen dönemdeki politika tepkilerine yönelik olarak toplumu bilgilendirmesi sürecini ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle faiz taahhüdü politikası; merkez bankalarının belli bir zaman dilimi kapsamında kısa vadeli faiz oranını düşük düzeylerde tutacağı yönünde taahhüt vermesini vererek piyasaya etki etmesini açıklamaktadır.

Kaya ve Tokucu (2014)'e göre tüm dünyayı etkisi altına alan 2008 krizi finansal istikrarla ilgili kaygıların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Özellikle bu krizle birlikte merkez bankalarının son borç verme fonksiyonu olması üzerinde durulmuştur. Bu koşullarda farklı araçların kullanılması önemli hale gelmiş ve bu yönüyle geleneksel olmayan para politikası araçları kullanılmaya başlamıştır. Geleneksel olmayan para politikasından yararlanan merkez bankası sayısı küresel krizle birlikte artış göstermiştir. Bununla birlikte geleneksel olmayan ülkeler gelişmiş ülkelere kıyasla geleneksel olmayan para politikası araçlarını daha çok kullanmışlardır. Ayrıca gelişmiş ülkeler kriz sonrasında likidite ile ilgili müdahalelerde bulunurken, gelişmekte olan ülkelerin kriz esnasında likidite ile ilgili müdahalelerde buldukları görülmüştür. Gelişmiş ülkeler genel itibarıyla kriz sırasında krediyle ilgili tedbirler almışlardır.

Criste (2014)'e göre geleneksel olmayan araçlar, literatürel olarak merkez bankalarının politika faiz oranının en düşük düzeydeyken yararlandıkları öğeler olarak karşımıza çıkmaktadır. Fakat uygulamada değişik durumlarla da karşı karşıya kalınmıştır. Macaristan ve Polonya'da nominal faiz oranı sıfır seviyesinin üzerindeyken de kullanıldığı görülmüştür. Bu sebepten dolayı merkez bankaları geleneksel olmayan para politikalarına faiz oranına dikkat etmeksizin yönelmişlerdir. Bununla birlikte pek çok ülkede bu araçlar küresel krizle birlikte kullanılmaya başlamış ve ortaya çıkan krizin etkilerine bağlı olarak araçlardan hangilerinin kullanılacağı tespit edilmiştir. Bu sebepten dolayı geleneksel olmayan para politikaları

uzun dönemde kullanılmamıştır. Genel olarak bu politikalar kredi piyasasında ortaya çıkan tabloya bağlı kullanılmıştır. Bununla birlikte geleneksel olmayan para politikaları, söz konusu araçlarından pek çoğunu içeren bir yapı şeklinde kullanılmıştır.

Şahin ve Kalaycı (2015) çalışmalarında 2008 krizinde Japonya'nın miktarsal genişlemeyi özellikle faiz oranlarının sıfıra yaklaşması sebebiyle kullanmayı tercih ettiği belirtilmektedir. Ancak Japonya'nın yürüttüğü geleneksel olmayan para politikalarında pek başarılı olamaması söz konusu olmuştur. Burada para ve mali politikalar kapsamında ekonomide az bir hareket yakalanabilmiş fakat arzu edilen performans sergilenememiştir. Burada özellikle Japonya'nın yıllarca deflasyon çıkmazı içerisinde olması ile Çin'in ekonomideki Pazar payını kendine doğru çekmiş olmasının önemli etkileri bulunmaktadır. Bununla birlikte Japonya'nın kullanmaya başlamış olduğu yeni politika kapsamında yen/dolar paritesinin göreceli olarak değer kaybetmesi söz konusu olmuştur. Bu tablo kapsamında Japon Yen'i diğer para birimleri ile farklı bir mücadele içine girmek durumunda kalmıştır.

Cecchetti (2016)'ya göre küresel kriz koşullarında karşı karşıya kalınan durumlardan bir tanesi de kredi koşullarının etkinsizleşmeye başlamasıdır. Bu durum piyasanın da işlevini yitirmesine neden olmaktadır. Merkez bankaları bu koşulları ortadan kaldırmak adına kredi genişleme uygulamasında bulunmaktadır. Politika faiz oranının neredeyse sıfıra indiği ve bu nedenle parasal aktarım sisteminin yeterince çalışmadığı hallerde, likidite durumunu rahatlatmak maksadıyla yararlanılan bir sistem olarak karşımıza çıkmaktadır. Yapısal olarak dolaylı ve doğrudan kredi genişlemesi olarak iki alt grup olarak ele alınabilir.

Bulut (2017), döviz kuru ve enflasyon oranlarını test ettiği çalışmasında, döviz kuru ve enflasyonun uzun dönemde birlikte hareket ettiği tespit edilmiştir. Döviz kurundaki %1'lik bir artış, enflasyonu yüzde 0.92 oranda artırmaktadır. Nedensellik testi sonucuna göre uzun dönemde döviz kurundan, fiyatlar genel seviyesine doğru tek yönlü bir nedensellik elde edilmiş, kısa dönemde ise fiyatlar genel düzeyinden döviz kurlarına doğru tek yönlü bir nedensellik elde edilmiştir.

### **3.2. Hipotezler**

Araştırma hipotezleri şu şekildedir:

H<sub>1</sub>: Reel faiz oranı enflasyon üzerinde etkilidir.

H<sub>2</sub>: Reel faiz oranı döviz kuru üzerinde etkilidir.

### 3.3. Veri Seti

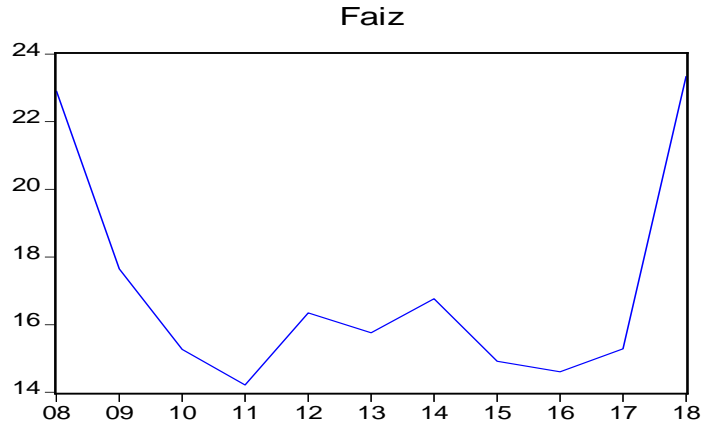
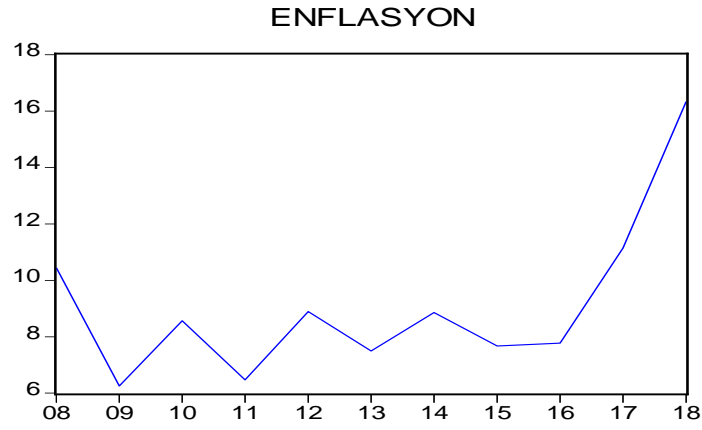
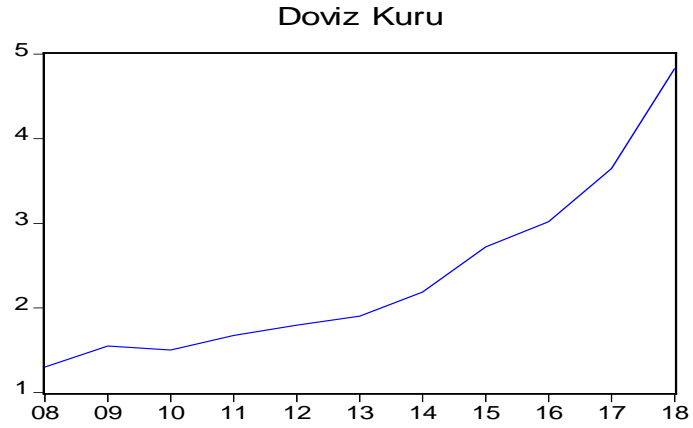
Araştırmada ekonometrik model kapsamında değişkenler TCMB veri tabanından elde edilmiştir. Veriler 2008-2018 dönemini kapsamaktadır. Bu dönemin alınmasının nedeni 2008 kriz dönemine yönelik tespiti yapılmasıdır. Model kapsamında kullanılan değişkenler şu şekildedir:

- Enflasyon, Tüketici fiyatları yıllık
- Döviz Kuru, US\$ Döviz kuru yıllık ortalaması
- Reel faiz oranı %

Değişkenlere ait grafikler aşağıda yer almaktadır.



Şekil 16. Değişkenlere Ait Grafikler



Değişkenlere ait grafikler incelendiğinde özellikle 2017-2018 yıllarında enflasyon, döviz kuru ve faiz oranlarında önemli artış yaşandığı görülmektedir. 2017-2018 döneminde Türkiye’de yaşanan döviz kuru şoku nedeniyle uygulanan para politikaları ve bunun enflasyona yansımaları önemli olarak değerlendirilebilir.

### 3.4. Metodoloji

#### 3.4.1. Birim Kök Testi

Çalışmada öncelikle değişkenlerin durağan olup olmadıkları araştırılacaktır. Değişkenlerin durağan yapıda olup olmadıklarının belirlenmesi, değişkenler arasındaki ilişkinin tespitinde hangi analizin daha güvenilir sonuçlar vereceğinin tespit edilmesini sağlamaktadır. Çalışmada değişkenlerin durağan yapıda olup olmadıkları birim kök testleriyle saptanacaktır.

Zaman serilerinde birim kökün varlığı serinin durağan olmayan bir yapıya sahip olmasına neden olmaktadır. Zaman serileri için ifade edilen durağanlık kavramı, zaman içinde varyansın ve ortalamanın sabit olması ve gecikmeli iki zaman periyodundaki değişkenlerin kovaryansının değişkenler arasındaki gecikmeye bağlı olup zamana bağlı olmamasıdır (Gujarati, 2004: 712).

Bu çalışmada serilerin durağanlık tespitinde 3 testten yararlanılmıştır. Bunlar Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF TEST) birim kök testi, Phillips-Perron (PP) birim kök testi ve Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) birim kök testidir.

ADF Testi;

$H_0: \delta = 0$  birim köke sahiptir

$H_1: \delta < 0$  birim köke sahip değildir

$H_0$  hipotezi reddedilirse serinin orijinal seviyesinde durağan olduğu,  $H_0$  hipotezi reddedilemiyorsa serinin durağan olmadığı sonucuna ulaşılır. Orijinal seviyesinde durağan olmayan bir serinin durağanlığı sağlanıncaya kadar devresel farkları alınır.

PP Testi;

$H_0: \delta = 0$  birim köke sahiptir

$H_1: \delta < 0$  birim köke sahip değildir

$H_0$  hipotezi durağan olmayan seriyi verirken alternatif hipotez serinin durağan olduğunu doğrular.

KPSS Testi;

$H_0$ : Seri (trend) durağandır

$H_1$ : Seri (trend) durağan değildir

KPSS testi ADF ve PP testinden farklı olarak hipotezler yer değiştirmişlerdir. Sıfır hipotezi serinin durağan olduğunu savunurken; alternatif hipotez serinin durağan olmadığını savunur.

### 3.4.2. Granger Nedensellik Testi

Granger (1986), iki zaman serisi arasındaki ilişkinin tespitinde nedensellik testini geliştirmiştir. Bu testin amacı değişkenler arasındaki ilişkinin varlığını belirlemek, eğer ilişki varsa ilişkinin yönünü ve neden sonuç ilişkilerini belirlemektir. Bu testin uygulanabilmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir. Granger nedensellik testi aşağıdaki iki denklemin tahminiyle geręekleşmektedir (Gujarati, 2004: 620).

$$\Delta X_t = \sum_{j=1}^m \alpha_j \Delta X_{t-j} + \sum_{j=1}^q b_j \Delta Y_{t-j} + u_t \quad (2)$$

$$\Delta Y_t = \sum_{j=1}^r c_j \Delta Y_{t-i} + \sum_{j=1}^s d_j \Delta X_{t-i} + v_t \quad (3)$$

bu denklemlerde  $\alpha_j$ ,  $b_j$ ,  $c_j$ ,  $d_j$  gecikme katsayıları,  $m$ ,  $q$ ,  $r$ ,  $s$  gecikme dönemleri  $u, v$  hata terimleri,  $\Delta$  ise fark alma operatörüdür. Tüm b ve d katsayılarının istatistiksel olarak sıfıra eşit olup olmadıkları, F-testi yardımıyla bulunarak aşağıdaki hipotezler sınanır.

$H_0 = b_1 = b_2 = b_3 = \dots = b_q = 0$  Bu hipotez kabul edilirse Y'den X'e nedensellik yoktur.

$H_0 = d_1 = d_2 = d_3 = \dots = d_s = 0$  Bu hipotez kabul edilirse X'den Y'ye nedensellik yoktur.

## 3.5. Bulgular

Araştırmanın bu bölümünde ekonometrik analizler sonucunda elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

### 3.5.1. Birim Kök Test Sonuçları

Birim kök testi sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5. Birim Kök Testi Sonuçları

	<b>Düzyey</b>	<b>1.fark</b>	<b>2.fark</b>	<b>Düzyey</b>	<b>1.fark</b>	<b>2.fark</b>	<b>Düzyey</b>	<b>1.fark</b>	<b>2.fark</b>
	<b>ENFLASYON</b>								
Sabitli	-1,96(1)	-1,44(0)	-8,65(0)	-1,94(2)	-1,44(0)	-8,65(5)	1,20(9)	1,03(9)	0,09(1)
Sabitli ve trendli	-3,05(1)	-2,50(0)	-8,65(0)	-2,84(3)	-2,59(2)	-8,65(5)	0,17(9)	0,15(9)	0,03(1)
	<b>DÖVİZ</b>								
Sabitli	-2,28(1)	-7,38(0)		-2,11(4)	-7,33(1)		1,10(9)	0,04(4)	
Sabitli ve trendli	-3,52(1)			-3,08(5)	-7,32(1)		0,12(8)		
	<b>FAİZ</b>								
Sabitli	-1,18(0)	-2,32(0)	-12,1(0)	-1,19(3)	-2,49(2)	-12,1(0)	0,98(9)	0,53(9)	0,06(2)
Sabitli ve trendli	-2,37(0)	-2,67(0)	-12,1(0)	-2,51(4)	-2,98(3)	-12,1(0)	0,18(9)	0,08(9)	0,07(2)

Birim kök testi sonuçlarına göre enflasyon ve faiz değişkenleri 2.farklarında durağan hale gelirken, döviz kuru değişkeni 1.farkında durağan hale gelmektedir. Bu durum en uygun testin Granger Nedensellik testi olduğunu göstermektedir.

### 3.5.2. Granger Nedensellik Testi

Tablo 6. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

	F-İstatistik	p
FAIZ → DOVIZ	2.38443	0.16646
FAIZ → ENF	3.95582	0.08703

Granger nedensellik testi sonucunda faizin döviz kuru ve enflasyon üzerinde etkili olmadığı tespit edilmiştir. Bu durum ülkedeki para politikalarının döviz kuru ve enflasyon üzerinde doğrudan etkili olmadığını göstermektedir.

Araştırmada sonuç olarak değişkenler düzey değerlerinde durağan olmadıkları için regresyon modeli uygun bulunmamıştır. Farklı düzeylerde durağanlık söz konusu olduğu için Granger nedensellik testi yapılmıştır. Ancak test sonuçlarına göre faiz oranlarının döviz kuru ve enflasyon üzerinde etkili olması tespit edilmiştir.

Türkiye’de uygulanan 2008 sonrası para politikaları doğrudan döviz kuru veya enflasyon oranı üzerinde etkili değildir. Türkiye’nin üretimde ve petrolde dışa bağımlı olması, para politikalarının döviz kuru ve enflasyon üzerinde etkili olmamasında bir neden olarak ifade edilebilir.



## SONUÇ

Kriz dönemlerinde ülkeler tarafından krizin etkilerini azaltmaya yönelik olarak farklı para politikaları uygulanabilmektedir. Geleneksel olan veya gelenseksel olmayan para politikaları, ülkelerin tercihlerine göre farklılık göstermektedir. Her ülke kendi yapısal durumuna göre para politikası tercihini belirleyebilmektedir. Geleneksel olan veya gelenseksel olmayan para politikalarının tercih edilmesinde ülkelerin gelişmişlik durumuna göre farklılık göstermektedir.

Ekonomik çalışmaları ele aldığımızda, krizden ihracata dayalı sanayi faaliyetlerde oldukça fazla etkilenmiştir. 2008 ve 2009 senelerinde iş gücünde yaşanan azalmalar ile büyük sorunlar meydana gelmiştir. Bu yıllar arasında global krizin daha derin bir hal alması ile işgücü piyasasında yaşanan sorunlar ile talep belirsizlikleri oluşmuş, üretim çalışmalarında da yavaşlamalar söz konusu olmuştur. Bu yavaşlamanın yanı sıra iş gücü piyasasının kötü etkilenmesi ile ücret gelirlerinde de olumsuz sonuçlar yaratmış, bir azalmanın yaşanmasına yol açmıştır. İstihdam da meydana gelen bilinmezlikler ile talep ve enflasyonda ciddi bir ekonomik sorun olmuştur. Bu şekilde işsizlik oranlarında ve istihdam da yaşanan olumsuzluklar toplam ücret ödemelerinde bir baskı yaratmış bu baskıda harcanabilir gelir ve yurt içi talebinde engeller oluşturmuştur. Kredi notu düşük olan ülkelerde global krize bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde bir artış yaşanılmıştır. Türkiye’de ise bu çıkarımın tam tersi bir durum meydana gelmiştir. Yani risk primlerinde bir artış yaşanmamış ve bu artışlar belli bir düzeyde sabitlenebilmiştir. Bu şekilde yaşanılmasının nedeni ise risk primlerinin yüksek olduğu ülkelerde faiz indirimi yolu seçilerek bu durumdan kurtulmaya çalışılmış ama Türkiye’de faiz indirimlerini ele aldığımızda döviz borçlarının daha az bulunması ve risk primlerinde aşırı bir düşüşün olmaması ile sınırlı kalması faiz indirimlerinde TCMB’ye olanak vermiştir. TCMB’nin talepte yaşanan küçülme ile daha çok faiz indirimi yapmasının gerekli olduğunu ortaya çıkarmıştır. Faizlerde daha çok indirimlere gidilmesi enflasyon politikalarının tekrar düzenlenerek düşürülmüştür. Bu şekilde enflasyon oranlarının düşürülmesinin gelişmekte olan ülkelere yansımaları daha sert bir azalma olarak gözlemlenmiştir. Enflasyon oranlarında yaşanan bu azalış ile talepte de önemli küçülmelerin olmasına neden olmuştur. Talepte yaşanan bu küçülmeler ile birlikte emtia fiyatlarında da düşüşler meydana gelmiştir. Bunun yanı sıra mali yapılanmada

da vergi indirimlerine gidilmiştir. Bu kriz ülkelerin para birimlerinde de değişimlere neden olmuştur.

2008 küresel krizi sonrasında en fazla geleneksel olmayan para politikası kullanan ülkenin İsveç olduğu görülmektedir. İsveç'i 6 ile Güney Kore izlemekte ve onun ardından 5 ile ABD gelmektedir. Burada Türkiye 2008 krizi sonrasında 9 tane geleneksel para politikası aracı kullanırken 2 tane ise geleneksel olmayan para politikası aracı kullanmaktadır. Burada dikkati çeken unsur 2008 küresel krizi sonrasında Güney Afrika ile Meksika'nın hiçbir geleneksel olmayan para politikası aracını kullanmamış olmasıdır. Burada Türkiye ise yalnızca iki adet geleneksel olmayan para politikasından yararlandığı gözlemlenmiştir.

28 ülke kapsamında farklı geleneksel olmayan para politikalarının tercih edildikleri gözlemlenmiştir. Ancak burada Meksika, Güney Afrika, Tayland, Çek Cumhuriyeti'nin herhangi bir geleneksel olmayan para politikasından yararlanmadığı gözlemlenmiştir. Ele alınan 28 ülke kapsamında 16 ülkede kredi genişlemesi, 15 ülkede miktarsal genişleme, 15 ülkede faiz koridoru, 14 ülkede zorunlu karşılık oranı, 13 ülkede teminat çeşitlendirmesi, 6 ülkede vade uzatma, 4 ülkede faiz taahhüdü ve 2 ülkede ise merkez bankası işlemleri ve katılımcı banka işlemleri araçlarının kullanıldığı görülmektedir. Bu açıdan ele alınan ülkelerde geleneksel olmayan para politikası araçları içerisinde en fazla tercih edileni kredi genişlemesi politikasıdır. Burada dikkat çeken bir diğer öge ise faiz tahhüdü politikasının ele alınan ülkeler açısından oldukça az tercih edilmesidir. Bu politika kapsamında belli bir müdahale olmaksızın sözel olarak sürecin yürütülmesi sebebiyle, ülkelerin merkez bankalarının bu politikayı tercih etmediklerini ifade edebilmek mümkündür.

Geleneksel para politikalarının uygulanması ile birlikte deflasyondan ancak 2012 yılında ancak çıkıldığı 2014 yılında hızla bir enflasyon oranının arttığı 2016 yılında yine deflasyona giriş yapıldığı ve bu dönem sonrasında yine enflasyonun arttığı gözükmektedir. Japonya'nın genel sorunun deflasyon olduğu bilinmektedir. Burada geleneksel olmayan para politikalarının Japonya'nın bu soruna çare olmadığı gözlemlenmektedir. ABD'de 2009 yılında deflasyon sorunu ile karşı karşıya kalmıştır. Ancak kullanılan geleneksel olmayan politikalarla bu sorunu aştığını ifade edebilmek mümkündür.

Araştırma kapsamında Türkiye'de geleneksel olan veya geleneksel olmayan para politikaları 2008-2018 yılı için incelenmiştir. İnceleme sonucunda para politikaları kapsamında uygulanan faiz oranlarının döviz kuru ve enflasyon üzerinde

etkili olmadığı tespit edilmiştir. Bu durum 2008 krizi sonrasında uygulanan para politikası uygulamaları kapsamında değişen faiz oranlarının döviz kuru ve enflasyon üzerinde etkili olmadığı tespit edilmiştir. Türkiye'nin yapısal olarak ithalata bağımlı bir konumda olunması ve döviz kurundaki değişimler, faiz oranlarında yapılan değişimlerin doğrudan etkili olmamasına neden oluyor olabilir.



## KAYNAKÇA

Afşar, M. (2011). Küresel Kriz ve Bankacılık Sektörüne Yansımaları. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi. İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 6(2): 143-171.

Akbaş, H. (2007). Alternatif Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedefleme Stratejisi: Türkiye Örneği. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara.

Akçay, M.A. (1997). Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar, Uzmanlık Tezi, T.C. Başbakanlık, Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara.

Alacahan, N. D. (2011). *Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Enflasyon-Döviz Kuru İlişkisi ve Türkiye Uygulaması*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Alantar, D. (2008). Küresel Finansal Kriz: Nedenler ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme. *Maliye ve Finans Yazıları*. 1(81).

Alper, K. ve Tiryaki, S, T. (2011). Zorunlu Karşılıkların Para Politikasında Yeri. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*. 2011(08): 1-10.

Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012). Rezerv Opsiyon Mekanizması. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*. 2012(28): 1-14.

Arıcan, E. ve Güçlü, O. (2014). Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*. 1(1): 1-50.

Aydın, Z. (2015). *Sermaye Akımları ve Yurtiçi Kredi Genişlemesine Bağlı Makro Finansal İstikrarını Sağlamaya Yönelik Politikalar*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Ankara: Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Aziziov, M. (2007). *Monetarist Para Politikası Yaklaşımı ve Azerbaycan Merkez Bankasının İzlediği Para Politikası*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Bakar, F. ve Tokatlıoğlu, M. Y. (2012). Küresel Finansal Kriz Sürecinde Avrupa Birliği Vergi Politikaları. *Maliye Dergisi*. (163): 481-504.

Bal, O. (2012), Döviz Kuru, Mevduat Faiz Oranı, Enflasyon ve Devlet İç Borçlanma Senetleri İlişkisi: 1994-2008. *Akademik Bakış Dergisi*, s.31, ss.1-20.

Bank For International Settlements (BIS) (2013). *Central Bank Collateral Frameworks And Practices*. Markets Committee.

Başçı, E., ve Kara, H. (2011). Finansal istikrar ve para politikası. *İktisat İşletme ve Finans*, 26(302): 9-25.

Bayar, Y. ve Kiliç, C. (2012). Küresel Finansal Krizin Davranışsal Finans Perspektifinden Değerlendirilmesi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*. 62(2): 177-195.

Bernhardsen, T. and Kloster, A. (2010). Liquidity Management System: Floor or Corridor? *Norges Bank*. (4).

Bozkurt, C. (2010). Enflasyonun Ekonomik ve Sosyal Maliyetleri. *Bütçe Dünyası Dergisi*. (34): 168.

Böcüoğlu, M, E. (2015). *Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Banka Davranışlarına Etkisi*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.

Brayson, J. H. and Miller, M. (2013). Developing Economies and Crisis Vulnerability. *Wells Fargo Securities, Llc Economics Group*. (30): 2-7.

Cecchetti, S. G. (2016). On the separation of monetary and prudential policy: How much of the precrisis consensus remains?. *Journal of International Money and Finance*, 66, 157-169.

Ceylan, E. (2010). *Para Politikası Amaçları, Araçları, Türkiye’de 1980 Sonrası İzlenen Para Politikası Uygulamaları ve 2000 Yılı Sonrası Türk Dış Ticaretindeki Gelişmeler*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Cheun, S., Köppen-Mertes, I. and Weller, B. (2009). *The Collateral Frameworks Of The Eurosystem, The Federal Reserve System and The Bank of England And The Financial Market Turmoil*. ECB Occasional Paper. No: 107.

Collignon, S, Esposito, P. And Cui Yuming (2012). Unconventional Monetary Policy Measures: A Comparison of the ECB, FED and BoE. *Directorate General For Internal Policies Policy Department a: Economic and Scientific Policies*. 4, 475.116.

Coşkun, Y. (2009). Küresel Kriz Sürecinde Yatırım Bankaları ile Diğer Finansal Aracılarda Yaşanan Finansal Başarısızlıklar ve Kamusal Müdahaleler. *Bankacılar Dergisi*, (71): 23-47.

Criste, A. (2014). Monetary Policy Adjustment At The Global Financial Crisis Constraints. *Hyperion Economic Journal*. 4(2): 3-11.

Çetin, M, Ö. (2016). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*. 8(14): 67-101.

Delice, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. (20): 57-81.

Demirhan, B. (2013). Türkiye’de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulaması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*. 15(2): 567-589.

Demirhan, İ. (2007). *Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Doğançay, Y. (2013). *Para Politikası Araçları ve Türkiye Uygulaması (1980-2012)*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Edirne: Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Doruk, Ö. T. (2014). *Gölge Bankacılık ve Türkiye*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği. Yayın No: 300.

Eğilmez, M. (2015). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye. <http://www.mahfiyegilmez.com/2015/03/enflasyon-hedeflemesi-ve-turkiye.html>

Erdönmez, P. A. (2009). Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler kronolojisi. *Bankacılar Dergisi*. (68): 85-101.

Eren, A. A. ve Saraçoğlu, M. (2017). Kapitalizmin Tarihinde Finansal Krizler: Tarih Tekerrür mü Ediyor?. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 10(1).

Ergin, A., Aydın, H. İ. (2017). Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Bir Araç: Rezerve Opsiyon Mekanizması. *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*. 7(1): 63-75.

Erol, İ. Akdiş, M., ve diğ. (2015). *Para İktisadi Teori ve Politika*. İstanbul: Palme Yayıncılık.

Gorton, G. (2008). *The Subprime Panic*. NBER Working Paper. No: 14398.

Granville, B. ve Mallick, S. K. (2004). Fisher Hypothesis: UK Evidence Over A Century. *Applied Economic Letters*..87-90.

Gray, S. (2011). Central Bank Balances and Reserve Requirements. *IMF Working Paper*. 11(36): 1-55.

Gül, E. ve Ekinci, A. (2006), Türkiye’de Enflasyon ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi:1984-2003. *Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(1): 91-106.

Gürsoy, A. (2013). *1990-2000 ve 2001-2007 Dönemleri Para Politikası Uygulamalarının Karşılaştırılması*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Hakyemez, C. (2012). *Menkul Kıymetleştirmede Örnek Ülke Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneriler*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Hazine ve Maliye Bakanlığı Aylık Ekonomik Göstergeler, (2020), Ekonomik Göstergeler, <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2020/01/aylikekonomikgosterge31012020.pdf>, erişim tarihi: 31.01.2020.

Işık, N. ve Duman, E. (2012). Reel ve Finansal Göstergeler Açısından 1929 Ekonomik Buhranı ve 2008 Küresel Krizi: Karşılaştırmalı Bir Analiz. *Yönetim ve*

*Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(2): 239-260.

Kara, H. (2012). *Küresel Kriz Sonrası Para Politikası*. TCMB Çalışma Tebliği, 12, 17.

Kara, H. (2015). Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Ekonomi Notları*. 13: 1-12.

Karaca O. (2010). *Para Politikası Aktarım Mekanizması ve 2001 Krizi Sonrası Türkiye Uygulaması*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi, Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı.

Karl, M. (2011). Central Bank Collateral Frameworks Before and During The Crisis, The Case of the Federal Reserve. *Central Banking, Liquidity Crises and Financial Stability Lecture*.

Kaya, Z. ve Tokucu, E. (2014). Son Finansal Kriz Öncesi Ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler Ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü. In *International Conference on Eurasian Economies*, 1-11

Kaygacı, O. (2013). *Türkiye’de Ekonomik Krizlerde Para Politikası Uygulamaları (2001 Krizi ve 2008 Küresel Krizi)*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Bilecik: Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kazazi, S. (2010). *Merkez Bankası Para Politikaları ve Menkul Kıymet Getirileri Üzerine Etkisi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kibritçiöğlü, A. (2001). Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. *Yeni Türkiye Dergisi*. 1(41): 1-17.

Kibritçiöğlü, A. (2011). Effects of Global Financial Crisis on Turkey. Ankara Üniversitesi. Interdisciplinary International Conference on the Social Market Economy and its Perception in Islam. *Organized Jointly by the Konrad Adenauer Foundation (KAF, Ankara) and the Faculty of Divinity*.



Korkmaz, E. ve Tay, A. (2010). Küresel Kriz, Türkiye'ye Etkileri ve Çözüm Önerileri. *Kafkas Üniversitesi İİBF Dergisi*. 1(2): 111-135

Kozicki, S., Santor, E. and Suchanek, L. (2011). Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases. *Bank Of Canada Review Spring*. 13- 25.

Krugman, P. (2010). *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz*. (6. Baskı). (Çev: Neşenur Domaniç). İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Küçüksaraç, D. ve Özel, Ö. (2012). Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Çalışma Tebliği*. 12(32): 1-31.

Lim, C., Columba F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani A., Saiyid, M., Wezel, T. and Wu, X. (2011). Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences. *IMF Monetary and Capital Markets Department, Working Paper*. 11/ 238.

Mishkin, F. S. (2009). Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?. *NBER- National Bureau of Economic Research*. 14678.

Mishkin, F. S. (2012). Central Banking After The Crisis. Graduate School of Business. *Columbia University and National Bureau of Economic Research*.

Okkay, İ. (2019). Küreselleşen Dünyada Kriz Yönetiminin Önemi. *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi (ASEAD)*. 6(3).

Oktar, S. ve Dalyancı, L. (2010). Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 29(2), 1-22.

Orhan O. Z. ve Erdoğan S. (2013). *Para Politikası*. Kocaeli: Umuttepe Yayınevi.

Önder, T. (2005). *Para Politikası: Amaçları, Araçları ve Türkiye Uygulaması*. (Uzmanlık Tezi). Ankara: T.C. Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.

Önder, T. (2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları Ve Türkiye. Uygulaması*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü. Uzmanlık Tezi.

Öner, S. (2015). *Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Gelişimi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü.

Özatay, F. (2011). *Finansal Krizler ve Türkiye* (3.Baskı). İstanbul: Doğan Egmont Yayıncılık.

Özatay, F. (2012). *Para Politikasında Yeni Arayışlar TCMB*. Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı.

Özatay, F. (2013). *Parasal İktisat Kuram ve Politika*. 3. Baskı. İstanbul: Efil Yayınevi.

Özçiçek, Ö. (2007). Türkiye’de ekonomik krizler ve döviz kuru enflasyon ilişkisi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 9(1): 71-80.

Özdemir, İ. (2010). *Merkez Bankacılığında Teminat Sistemleri*. (Uzmanlık Yeterlik Tezi), Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.

Özince, E. (2005). Finansal İstikrar, Basel II ve Bankalar Açısından Etkileri. *Bankacılar Dergisi*. (53).

Öztürk, S. Gövdere, B. (2010). Finansal Küresel Kriz Ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 15(1): 378-397.

Öztürk, S., Sözdemir, A. ve Ülger, Ö. (2012). Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye’nin Para Politikaları Üzerine Etkileri. *In International Conference On Eurasian Economies*. 11-13.

Parasız İ., (2007). *Para Teorisi ve Politikası*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

Paya, M. M. (2013). *Para Teorisi ve Para Politikası* (6. Baskı). İstanbul: Türkmen Kitapevi.

Perera, A. (2010). Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies. *Central Bank of Sri Lanka International Research Conference*.

Reinhart C. M. ve Rogoff K. S. (2008). *Is The 2007 U.S Sup-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison*. NBER Working Paper Series. 13761.

Robitaille, P. (2011). *Liquidity and Reserve Requirements in Brazil*. Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers No: 1021.

Sarpkaya, S. S. (2009). *Finansal Krizler ve Kriz Dönemlerinde Uygulanan Para Politikası Araçları*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Serdengeçti, S. (2002). Fiyat İstikrarı Konulu Konuşması. *SBF Konferansı*. Ankara.

Smaghi, L. B. (2009). Conventional and Unconventional Monetary Policy. *BIS Review*, 52.

Şahin, G. ve Kalaycı, İ. (2015). Niceliksel Gevşeme Para Politikası Üzerine Bir İnceleme: Japonya deneyimi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 33(3): 102-105

TCMB (2019). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1cc5937b-784c-43e8-b520-a154e0935f42/5b19-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1cc5937b-784c-43e8-b520-a154e0935f42-mUwT2KM>

The World Bank Indicators,  
<https://databank.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/1ff4a498/Popular-Indicators#> , erişim tarihi: 13.02.2020

The World Bank Indicators,  
<https://databank.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/1ff4a498/Popular-Indicators#> , erişim tarihi: 13.02.2020

The World Bank Indicators,  
<https://databank.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/1ff4a498/Popular-Indicators#> , erişim tarihi: 13.02.2020

Tiryaki, G. (2012). *Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri (1990-2010 Türkiye Tecrübesi Işığında)*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği. Yayın No: 289.

Tiryaki, H. N. ve Ekinci, A. (2015). Finansal Bulaşıcılık Çerçevesinde Küresel Kriz ve Türkiye'ye Etkileri. *Sakarya İktisat Dergisi*. 4(1). 1-30.

Tokel, D. (2011). *Para Politikası ve Faiz Kararları Arasındaki İlişki: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Tokucu, E. (2010). Kriz ve Para Politikaları: Para Politikalarının Başarısızlığı Üzerine. *Ekonomik Yaklaşım*. 21(76): 31-54.

Trichet, J.(2013). Unconventional Monetary Policy Measures: Principles-Conditions- Raison d'etre. *International Journal of Central Banking*. 9(1): 229-250.

Tunalı, H. ve Yalçınkaya, Y. (2016) Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi. *İktisat Fakültesi Mecmuası*. 66(2): 61-112.

TÜİK İstatistikleri-Temel İstatistikler,  
<http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>

TÜİK İstatistikleri-Temel İstatistikler,  
<http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası- TCMB. (2003). *2004 Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*. Ankara.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası- TCMB. (2009). *2010 Yılı Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*. Ankara.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası- TCMB. (2015). *2015 Yılı Para ve Kur Politikası*. Ankara.

Türköz, H. (2014), *Türkiye Ekonomisinde 1988-2010 Döneminde Reel Döviz Kuru Riskinin Reel Faiz Oranı Üzerindeki Etkileri*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Tüzün, O. (2014). *Makro İhtiyati Para Politikası Amacı Olarak Finansal İstikrar: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ünal, S. (2015). *Kurumsal Görüşlere Göre Para Politikası, Politika Araçları ve Dünya Merkez Bankacılığı*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Hasan Kalyoncu Üniversitesi.

Vinals, J. ve Blanchard, O. ve Bayoumi, T. (2013). *Unconventional Monetary Policies- Recent Experience and Prospects*. IMF.

Vural, U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.

Weaver, K. (2008). *The Sub-Prime Mortgage Crisis: A Synopsis*. Deutsche Bank, Global Securitisation and Structured Finance.

Williams, J. (2012). The Federal Reserve's Unconventional Policies. *Federal Reserve Bank of San Francisco (FRBSF) Economic Letter*. 2012-34.

Yeldan, E. (2009). Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde?. *Çalışma ve Toplum*. 2009(1): 11-28.

Yılmaz, C. (2009). Banka Kredileri ve Büyüme İlişkisi. *İstanbul Kültür Üniversitesi Üretim Ekonomisi Kongresi*. 1-8.

Yılmaz, D. (2008). *Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri: Nasıl Başladı, Hangi Aşamadayız?*. Ankara: TCMB.

Yücememiş, T. B., Alkan, U. ve Dağıdır, C. (2015). Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*. 7(13): 449-478.

